BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– October 2002 –

Summary

Overview

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 and is now operating close to its full production capacity. Consumer price inflation has risen above the Bank's 2 per cent target and is expected to rise somewhat further before year-end because of a number of relative price movements—most importantly, higher insurance premiums and energy costs. What is important for monetary policy is that these effects not feed into price and wage inflation, but remain "one-off" influences on specific prices.

Against the background of a strengthening economy, the Bank of Canada began last spring to reduce the substantial amount of monetary stimulus provided in 2001.

While the Canadian economy has remained strong in recent months, an uncertain global economy and a reduced tolerance for risk in financial markets are working to dampen the outlook for Canadian economic growth in the near term. The Bank therefore decided on 4 September and 16 October to leave the target for the overnight rate of interest unchanged.

It remains the Bank's view, going forward, that further removal of monetary stimulus will be required to achieve the inflation target over the medium term. The timing and extent of policy tightening will depend on unfolding economic, financial, and geopolitical developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada. As well, the Bank will watch closely how well inflation expectations remain anchored, given the relative price movements noted above.

Highlights

- The underlying momentum of the Canadian economy remains strong.
- However, the Bank has lowered its growth projection for Canada through 2003 because of the dampening influences of global economic, financial, and geopolitical developments.
- Inflation has been above the Bank's target rate, as well as above expected levels, largely reflecting a number of relative price movements.
- Given the projected balance of supply and demand in the economy, and provided that the relative price movements do not feed into price and wage inflation more generally, core inflation is expected to fall back to the 2 per cent target in the second half of next year.
- Going forward, further removal of monetary stimulus will be required, with the pace and extent of the tightening depending on unfolding developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada.

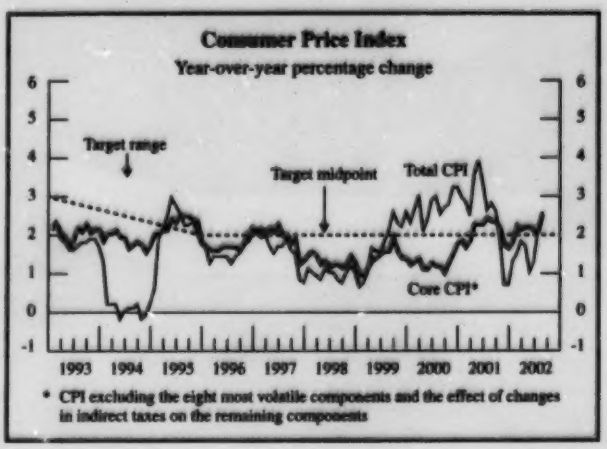
Recent Economic and Financial Developments

The Canadian economy has outperformed virtually all other major industrial economies over the past year. Demand for housing and furnishings has been particularly strong. Investment in both inventories and fixed capital has also been stronger than anticipated. As a result, the economy expanded at a faster pace in the first three quarters of this year than expected at the time of the April *Monetary Policy Report*.

Growth elsewhere in the world has been slower than expected. Among the factors that have held back the global economy are a delayed rebound in investment, a decline in equity prices, rising risk premiums, concerns about corporate governance and financial reporting (coming mainly from the United States), geopolitical developments, and the situation in several Latin American countries. These factors have created uncertainties in the global economy, reduced risk tolerance, and resulted in volatile financial markets.

Canada's economy posted annualized growth of 5.2 per cent in the first half of 2002, well above the growth rate of the economy's production capacity. The Bank estimates that Canada's economy grew at an annualized rate of 4 per cent in the third quarter. So, the economy has moved towards its production capacity more quickly than expected and is now operating close to that level.

Since the April *Report*, the Bank of Canada has removed some of the substantial monetary stimulus in the economy. The Bank raised its target for the overnight rate of interest by 25 basis points on 16 April, 4 June, and 16 July to its current level of 2.75 per cent. But with the uncertainties and weaker global outlook likely to dampen growth in aggregate demand for Canadian output in the near term, the Bank left its overnight rate target unchanged on 4 September and on 16 October.



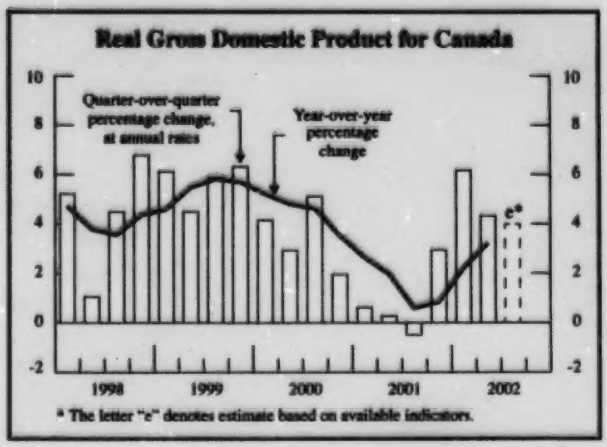
The Bank's core measure of inflation has been running above earlier projections. Several factors, which should affect inflation only temporarily, have been behind this move. Home and auto insurance premiums have jumped substantially, partly because of higher claims against insurance companies. As well, the hot summer weather in Ontario led to a sharp increase in electricity prices. Core inflation has also been boosted by a strong demand for housing and furnishings.

Other energy prices, which are not part of the Bank's core inflation measure, have also increased. These increases, partly related to fears of disruptions in crude oil supplies in the event of a war in the Middle East, pushed the total consumer price index above the core rate sooner than had been expected. Higher tobacco taxes have also contributed to the rise in total CPI inflation.

Prospects for Growth

After a very strong performance in the first three quarters of this year, economic growth in Canada is expected to slow somewhat in the fourth quarter and in the first half of 2003. The level of U.S. economic activity has been revised downwards, and the projection for U.S. economic growth has been scaled back slightly. This implies slower growth in Canadian export volumes. Fixed

103-00413/



investment by Canadian businesses is also expected to be slightly weaker than previously thought, as global uncertainties lead to spending delays.

Over the next three quarters, growth in Canada is expected to average slightly less than the economy's 3 per cent growth potential. But with the U.S. economy projected to gain momentum through next year and global financial conditions assumed to improve, real GDP growth in Canada is expected to pick up to above 3 per cent in the second half of 2003.

This outlook implies average annual growth in Canada of about 3 1/2 per cent in 2002 and in a range of 2 3/4 to 3 3/4 per cent in 2003. The midpoint of this range is slightly below the average of private sector forecasts for 2003.

In the United States, real GDP growth over the fourth quarter of 2002 and the first two quarters of 2003 is expected to average close to 3 per cent — slightly lower than that economy's potential growth rate. While financial market developments are restraining growth, U.S. monetary policy remains very stimulative, with the Federal Reserve holding its policy rate steady at 1.75 per cent. Above-potential growth in the United States should resume and begin to take up economic slack in the second half of next year, assuming that the effects of recent financial market developments dissipate. This would result in average annual growth of 2 1/2 per cent in 2002 and 3 1/4 per cent in 2003, which is slightly less than forecast in the April *Report*.

Elsewhere in the world, growth is still expected to pick up, although at a slower pace. Europe should see 1 per cent growth in 2002 and 2 1/2 per cent in 2003. But Japan's economy is expected to shrink by 1 per cent in 2002 and to grow by only 1/2 per cent in 2003.

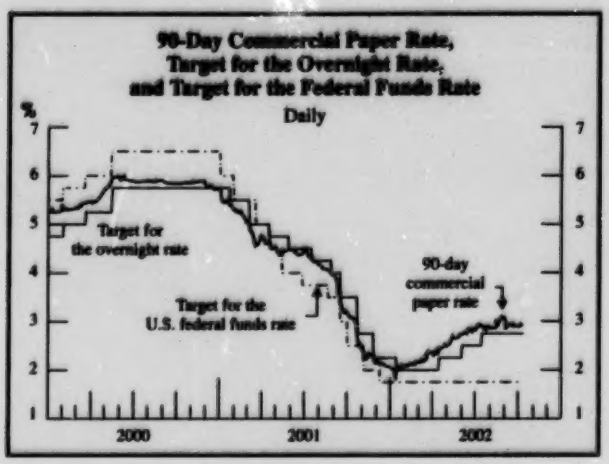
The Outlook for Inflation

The strong growth in Canada's economy so far this year has narrowed the gap between its actual and its potential output.

Conventional estimates of economic slack suggest that the output gap had essentially closed by the end of the summer. But several other indicators point to less pressure on capacity. On balance, it is the Bank's judgment that the economy is currently operating with somewhat more slack than the conventional measures suggest.

The Bank's current outlook suggests that, with monetary stimulus being removed in a timely and measured way, the Canadian economy will continue to operate close to capacity. While a small amount of excess supply will remain over the near term, it is expected to be taken up as output growth moves above potential growth in the second half of 2003. But with the output gap expected to remain small, judgments about the degree of slack will need to be carefully assessed as developments unfold.

This profile for the output gap implies little demand-driven pressure on inflation, either upwards or downwards, over the projection horizon. Nevertheless, both core and total CPI inflation are expected to rise further in the near term and to remain above



earlier expectations well into 2003, because of the relative price movements mentioned earlier.

Core inflation is expected to rise to a peak of about 3 per cent by the end of the year. But as the one-off price influences fade in 2003, and with aggregate supply and demand in balance, core inflation is expected to drop back to the Bank's 2 per cent target in the second half of 2003.

The total consumer price index will continue to be affected by swings in crude oil prices. If tensions in the Middle East keep crude oil prices near US$30 per barrel, CPI inflation is likely to peak at around 4 per cent by the end of 2002. In 2003, total CPI inflation is expected to move back in line with core inflation, but the pace will depend on the behaviour of oil prices.

Recent experience suggests that the pass-through of temporary oil-price movements to the prices of other goods and services is relatively small. Thus, while the behaviour of total CPI inflation could be dramatically affected by the near-term behaviour of oil prices, volatile oil prices are not expected to have much of an impact on core inflation.

Risks to the Outlook

Two risks will require close monitoring over the next few months. First, global developments may have a more persistent dampening influence on the Canadian economy than assumed. Second, with the Canadian economy now operating close to capacity and with inflation expected to rise further in the near term, inflation trends and expectations will need to be carefully monitored against the projection that inflation will return to its 2 per cent target in the second half of 2003.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– octobre 2002 –

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne a connu une croissance robuste en 2002 et fonctionne maintenant près des limites de sa capacité. Le taux d'accroissement des prix à la consommation a dépassé la cible de 2 % que vise la Banque et devrait augmenter encore quelque peu d'ici la fin de l'année en raison des variations de certains prix relatifs, principalement des relèvements des primes d'assurance et des coûts de l'énergie. Du point de vue de la politique monétaire, il importe que ces effets n'alimentent pas une montée généralisée des prix et des salaires et qu'ils demeurent ponctuels et limités à certains prix.

Dans le contexte du raffermissement de l'activité économique, la Banque a commencé, le printemps dernier, à atténuer la forte détente monétaire mise en place en 2001.

S'il est vrai que l'économie canadienne a continué d'afficher une belle tenue au cours des derniers mois, l'incertitude qui plane sur la situation économique mondiale et la tolérance réduite des marchés financiers à l'égard du risque sont en train de se répercuter sur ses perspectives de croissance à court terme. La Banque a donc décidé, le 4 septembre et le 16 octobre, de laisser le taux cible du financement à un jour inchangé.

Pour l'avenir, la Banque demeure d'avis que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires à l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution économique, financière et géopolitique et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation au pays. Par ailleurs, la Banque surveillera de près la mesure dans laquelle les attentes d'inflation demeureront bien ancrées, compte tenu des variations des prix relatifs indiquées précédemment.

Faits saillants

- L'économie canadienne demeure fondamentalement vigoureuse.
- Toutefois, compte tenu de l'influence modératrice exercée par l'évolution à l'échelle mondiale de la conjoncture économique, financière et géopolitique, la Banque a révisé à la baisse ses prévisions relatives à la croissance au Canada d'ici la fin de 2003.
- En grande partie sous l'effet des variations de certains prix relatifs, l'inflation a dépassé la cible que vise la Banque et a été plus forte que prévu.
- Compte tenu de l'équilibre projeté entre la demande et l'offre au sein de l'économie, et pourvu que l'évolution des prix relatifs n'alimente pas une montée généralisée des prix et des salaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de l'an prochain.
- Pour l'avenir, la Banque estime que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires; le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution de la situation et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation au pays.

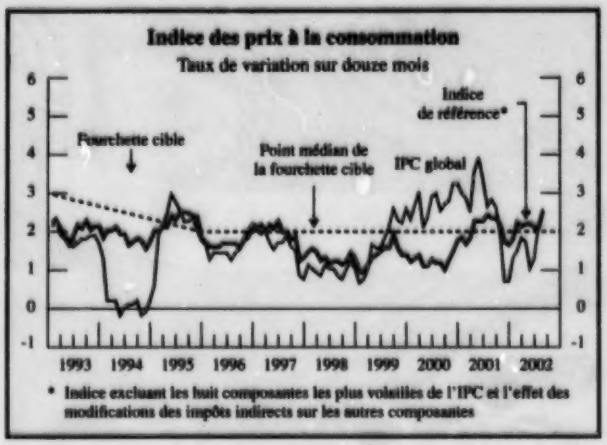
L'évolution économique et financière récente

Au cours de la dernière année, la croissance de l'activité au Canada a surpassé celle de presque tous les autres grands pays industriels. La demande de logements et d'articles d'ameublement a été particulièrement vigoureuse. Les investissements en stocks et en capital fixe ont également affiché un plus grand dynamisme que prévu. Par conséquent, au cours des trois premiers trimestres de l'année, l'économie canadienne a progressé plus rapidement que ce qui avait été projeté au moment de la rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril.

À l'étranger, la croissance a été plus faible que prévu. Parmi les facteurs qui ont freiné l'activité économique à l'échelle internationale, mentionnons la lenteur de la reprise des investissements, le recul du prix des actions, la hausse des primes de risque, les inquiétudes à l'égard des pratiques des entreprises (plus particulièrement des entreprises américaines) en matière de gouvernance et de déclaration de l'information financière, le climat géopolitique et les craintes concernant la situation dans plusieurs pays d'Amérique latine. Ces facteurs ont créé de l'incertitude au sein de l'économie mondiale, diminué la tolérance à l'égard du risque et rendu les marchés financiers volatils.

L'économie canadienne a crû de 5,2 % en chiffres annuels au premier semestre de 2002, soit un rythme bien supérieur à celui de sa capacité de production. La Banque estime que l'activité s'est accrue à un taux annuel de 4 % au troisième trimestre. L'économie s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus vite que nous ne l'avions prévu et fonctionne maintenant à un niveau proche de celles-ci.

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, la Banque a réduit la forte détente monétaire présente au sein de l'économie. Elle a relevé son taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 16 avril, le 4 juin et le 16 juillet, pour porter celui-ci à 2,75 %, le niveau auquel il se trouve en ce moment. Toutefois, comme l'incertitude qui règne et la détérioration des perspectives à l'échelle mondiale risquent de limiter à court terme la croissance de la demande globale de produits canadiens, la Banque n'a pas modifié son taux cible le 4 septembre et le 16 octobre.



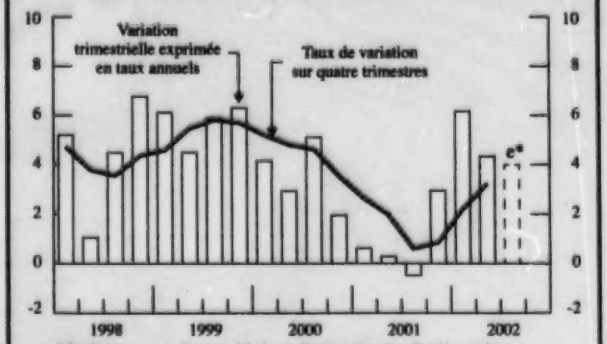
L'inflation mesurée par l'indice de référence de la Banque a dépassé le niveau projeté. Plusieurs facteurs, dont les effets sur l'inflation ne devraient être que passagers, expliquent cette évolution. Les primes d'assurance habitation et d'assurance automobile ont fortement grimpé, en raison notamment de la montée de la valeur des demandes d'indemnité présentées aux compagnies d'assurance. En outre, l'été très chaud qu'a connu l'Ontario a fait bondir les prix de l'électricité dans cette province. La demande vigoureuse de logements et d'articles d'ameublement a également exercé des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les prix d'autres formes d'énergie, qui ne sont pas compris dans l'indice de référence de la Banque, se sont aussi accrus. Ces augmentations, qui tiennent en partie aux craintes d'une interruption des approvisionnements en pétrole brut dans l'éventualité d'un déclenchement des hostilités au Proche-Orient, ont poussé plus tôt qu'on ne s'y était attendu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de celui de l'indice de référence. La majoration des taxes sur les produits du tabac a également contribué à la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Les perspectives en matière de croissance

Après avoir été très vigoureuse aux trois premiers trimestres, la croissance de-

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

vrait quelque peu ralentir au Canada au dernier trimestre de cette année et au premier semestre de 2003. Le niveau de l'activité économique aux États-Unis est plus faible qu'on ne l'avait pensé, et les prévisions de croissance pour ce pays ont été revues légèrement à la baisse. La progression du volume des exportations canadiennes devrait donc être plus modérée. On s'attend aussi à ce que les investissements en capital fixe des entreprises canadiennes soient un peu plus faibles qu'on ne l'avait d'abord crû, l'incertitude sur la scène mondiale poussant ces dernières à différer leurs dépenses.

Au cours des trois prochains trimestres, le rythme d'expansion de l'économie canadienne devrait être légèrement inférieur, en moyenne, à celui de la production potentielle, qui est évalué à 3 %. Mais il y a lieu de penser que si, comme on le projette, l'économie américaine gagne de la vigueur tout au long de l'an prochain et que les conditions financières s'améliorent à l'échelle mondiale, la progression du PIB réel au Canada s'accélérera et dépassera 3 % au second semestre de 2003.

Selon ces prévisions, l'économie canadienne verrait son taux de croissance moyen pour l'année avoisiner 3 1/2 % en 2002 et s'établir entre 2 3/4 et 3 3/4 % en 2003. Le point médian de cette plage est légèrement inférieur à la moyenne des prévisions du secteur privé pour l'année 2003.

Aux États-Unis, le rythme d'expansion du PIB réel au cours du dernier trimestre de cette année et du premier semestre de 2003 devrait avoisiner en moyenne 3 %, soit un niveau légèrement en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle. S'il est vrai que les événements touchant les marchés financiers restreignent la croissance, il reste que la politique monétaire demeure très expansionniste dans ce pays, la Réserve fédérale ayant maintenu son taux directeur à 1,75 %. La progression de l'économie américaine devrait dépasser celle de la production potentielle et commencer à absorber les capacités excédentaires au second semestre de 2003, si, comme on le suppose, l'incidence des événements observés récemment sur les marchés financiers se dissipe. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen s'établirait à 2 1/2 % en 2002 et à 3 1/4 % en 2003, soit un peu moins que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril.

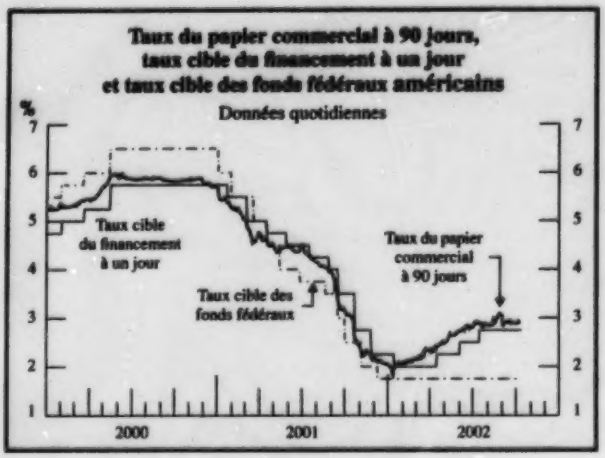
On s'attend toujours à ce que la reprise se poursuive dans les autres pays, quoique à un rythme plus lent. En Europe, le taux de croissance devrait se situer à 1 % en 2002 et à 2 1/2 % en 2003. Au Japon, par contre, on prévoit une contraction de 1 % pour 2002 et une progression de seulement 1/2 % pour 2003.

Les perspectives en matière d'inflation

À la faveur de l'expansion robuste que connaît l'économie canadienne depuis le début de l'année, l'écart entre la production effective et la production potentielle s'est rétréci.

Les estimations habituelles des capacités inutilisées portent à croire que cet écart avait pratiquement disparu à la fin de l'été. Cependant, plusieurs autres indicateurs font état de pressions moindres sur l'appareil de production. Tout bien considéré, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires qui existe actuellement au sein de l'économie est un peu plus élevée que ne le donnent à penser ses mesures habituelles de l'écart de production.

Selon les dernières projections de la Banque, qui tiennent compte d'une réduction de la détente monétaire opérée en temps opportun et avec mesure, l'économie canadienne continuera de tourner près des limites de sa capacité. Une légère offre



excédentaire subsistera à court terme, mais celle-ci devrait être résorbée lorsque la croissance de la production dépassera celle de la capacité de l'économie au second semestre de 2003. Mais comme l'on estime que l'écart de production demeurera faible, les estimations de la marge de capacités inutilisées devront être soigneusement réévaluées selon la tournure des événements.

Ce profil d'évolution de l'écart de production implique que les facteurs liés à la demande auront peu d'effets à la hausse ou à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. Toutefois, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence devraient s'accroître à court terme et demeurer supérieures aux prévisions antérieures pendant une bonne partie de 2003, sous l'effet conjugué des variations de prix relatifs indiquées précédemment.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence culmine à 3 % environ d'ici la fin de l'année. Mais, à mesure que l'influence des facteurs ponctuels s'estompera l'an prochain, et compte tenu de l'équilibre entre l'offre et la demande globales, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

L'IPC global continuera de se ressentir des fluctuations des cours du pétrole brut. Si les tensions au Proche-Orient maintenaient ces derniers à quelque 30 $ É.-U. le baril, il est probable que l'inflation mesurée par l'IPC global atteindrait un sommet de 4 % d'ici la fin de l'année. En 2003, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait fléchir pour se rapprocher de celui de l'indice de référence, mais le rythme de ce repli sera fonction de l'évolution des cours du pétrole.

Comme l'a montré l'expérience récente, les variations temporaires des cours du pétrole ont des retombées relativement faibles sur les prix des autres biens et des services. Ainsi, bien que le comportement à court terme des cours du pétrole puisse avoir une influence marquée sur l'évolution de l'IPC global, leurs fluctuations devraient avoir peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les risques pesant sur les perspectives

Deux risques devront être surveillés de près au cours des prochains mois. D'une part, l'évolution de la conjoncture internationale pourrait avoir sur l'activité au Canada un effet modérateur plus persistant qu'on ne le suppose. D'autre part, comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité et que l'on prévoit que le rythme d'accroissement des prix continuera d'augmenter pendant quelques mois, les tendances de l'inflation et les attentes relatives à cette dernière devront être suivies de près et comparées attentivement à la projection selon laquelle l'inflation reviendra à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.
Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– October 2002 –

This 1995 $200 gold coin, designed by artist John Mantha, celebrates the Canadian tradition of producing maple syrup. Canada's First Peoples taught the early colonists how to gather the sap from the sugar maple and boil it down to produce syrup and sugar. Sugaring off soon became a Canadian rite of spring, and the traditional family-operated sugar bush is still an important part of this unique agricultural industry.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4923
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2002 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada: David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

Canada's recent strong performance isn't just good luck. It is the result of having a solid policy framework, both in terms of inflation and fiscal control. . . . We stuck to that framework during the recent economic turmoil, and we are now seeing a clear payback for the tremendous investment that Canadians made. . . . That framework holds and will continue to serve us well. If anyone still needs convincing of that, Canada's recent economic performance provides compelling evidence.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
18 September 2002

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 15

Corporate and household financial conditions 15
Policy actions 19
Exchange rate and monetary conditions ... 20

4. The Outlook for Inflation 21

International background 21
Aggregate demand and supply in Canada . 22
Measures of inflation expectations 23
Other factors affecting inflation 24
Implications of money growth for inflation 25
Inflation projection 26

5. Conclusions 28

Bibliography 29

Boxes

1. Core Inflation and Its Components 8
2. Alternative Indicators of Capacity Pressure 12
3. Business-Financing Conditions and Aggregate Demand 16

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001. In this last case, the extension was to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of the range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 . . .

Over the past year, Canada's economy has outperformed the economies of virtually all the other major industrial countries. The Canadian economy has been expanding at a rate above its growth potential, with levels of activity now close to full production capacity, and there have been remarkable gains in employment. Core inflation has averaged somewhat higher than the Bank of Canada's 2 per cent target. In these circumstances, monetary policy has been directed towards reducing the substantial amount of monetary stimulus in a timely and measured way.

. . . while the global economic recovery has been proceeding at a slower pace.

While our domestic economy has enjoyed strong growth, the global economic recovery has been proceeding at a slower pace than anticipated. Since the last *Monetary Policy Report*, economic, financial, and geopolitical developments have contributed to a more moderate and less certain outlook for global economic growth. These developments include further adjustments in response to past excesses in capital spending, declines in equity prices, rising risk premiums, concerns about corporate governance and financial reporting, geopolitical developments in the Middle East, and concerns about the situation in several Latin American countries.

These developments can potentially affect the Canadian economy through a number of channels. Slower growth abroad would affect exports, those to the United States being the most important. Spending by corporations and households within Canada could also be affected through increases in the cost of capital, declines in wealth as a result of falling equity prices, and tighter credit conditions. Concerns about corporate governance and an unsettled geopolitical situation also increase uncertainty, which could cause households and corporations to postpone spending until a clearer picture emerges.

This Report *considers the global and domestic factors shaping the Canadian economic outlook.*

This *Report* presents a detailed assessment of the global and domestic factors that are shaping the outlook for the Canadian economy through 2003. As well, it discusses the factors that are expected to push core inflation higher over the coming few months. It remains the Bank's view that the underlying economic situation will require further reductions in the amount of monetary stimulus. The timing and extent of policy adjustments will depend on the Bank's ongoing assessment of global and domestic developments and their implications for pressures on capacity and inflation in the Canadian economy.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 16 October 2002.

2. Recent Developments in Inflation

Since February 2002, core CPI inflation has been above the 2 per cent target midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range. The rate of increase in the total CPI has moved up markedly to just above the core rate, reflecting the effects of a sharp increase in tobacco taxes and a marked rebound in crude oil prices.

Inflation and the target range

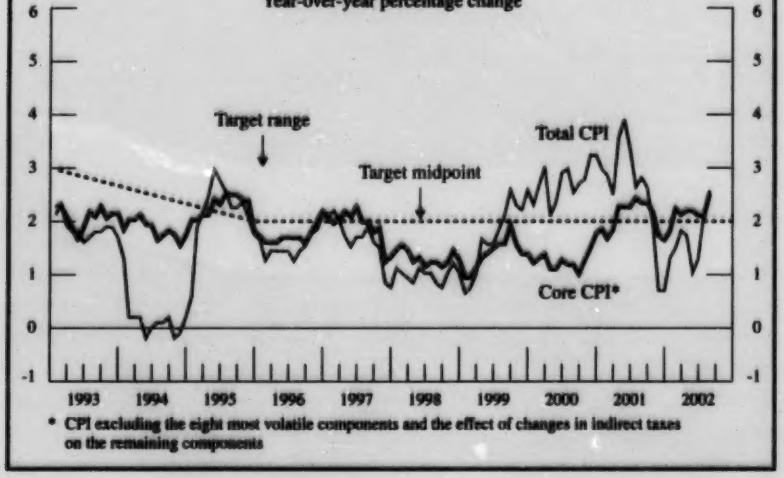
Since early 2002, core inflation has been above the 2 per cent target midpoint . . .

Core CPI inflation has been running above the level expected in the April *Report* (Chart 1).[1] Between February and July, core inflation was steady at around 2.2 per cent. In August, it rose to 2.5 per cent. Other measures of the trend rate of inflation have been lower than the core rate, but in August they were all above the 2 per cent target midpoint (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



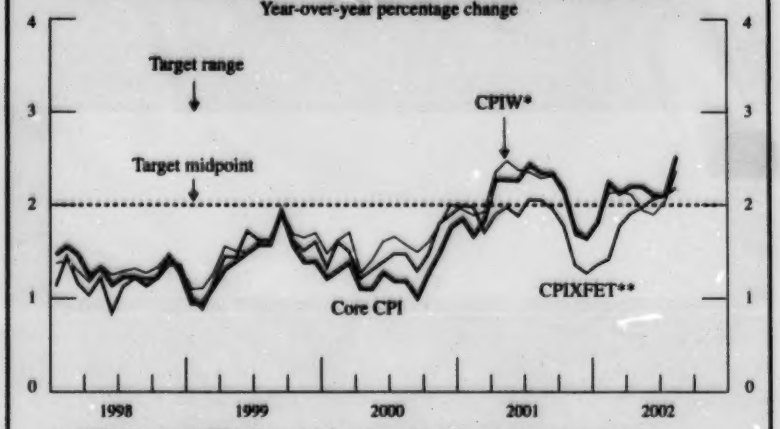
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 2

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

The higher-than-expected level of core inflation largely reflects unusual increases in both insurance premiums and electricity prices (Box 1). Premiums for home and, particularly, auto insurance have increased substantially, largely in response to an increase in the value of claims as well as recent low returns on portfolio investments by the insurance industry. Together, increases in home and automobile insurance costs contributed 0.7 percentage points to core inflation in August. As well, there was a recent weather-related jump in electricity prices in Ontario, which is expected to be largely reversed in coming months.[2] Core inflation has also been affected by strong demand for housing and furnishings, which has put upward pressure on the prices of these items. In addition, past increases in import costs arising from the depreciation of the Canadian dollar since early 2000 continued to put some upward pressure on prices.

. . . and the rate of increase in the total CPI has moved up markedly, to just above the core rate.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.6 per cent in August, up markedly from 1.5 per cent in February. Total CPI inflation moved up earlier than had been expected at the time of the April *Report*, although the convergence of core and total CPI inflation had been foreseen. Crude oil prices rebounded sharply earlier this year, mainly reflecting fears of supply disruptions in the event

2. With changes in the structure of the market for electricity in Ontario, the base cost for electricity to consumers has risen. In addition, wholesale electricity prices have become more sensitive to demand conditions. Other cost components of the retail price of electricity, such as transmission and distribution, continue to be regulated.

Box 1

Core Inflation and Its Components

The higher-than-expected level of core inflation to date in 2002 has chiefly reflected unanticipated increases in certain service components of the core CPI. Typically, the prices of final services increase at a faster pace than the prices of final goods, chiefly owing to lower productivity growth in the service sectors than in the goods sectors. However, the divergence in yearly price increases between goods and services has widened considerably this year. Large increases in insurance costs for homes and, particularly, automobiles helped push the year-over-year increase in the prices of core services to 3.5 per cent in August. This rise in insurance costs mainly reflects a rise in the value of claims combined with recent low returns on portfolio investments. Core shelter costs have also risen faster this year, owing to increases in the cost of building new homes and strong demand for housing. The year-over-year rate of increase in Statistics Canada's new-housing-price index, which feeds into the shelter component of the core CPI, rose from 3.1 per cent in the first quarter of this year to 4.0 per cent in the second.

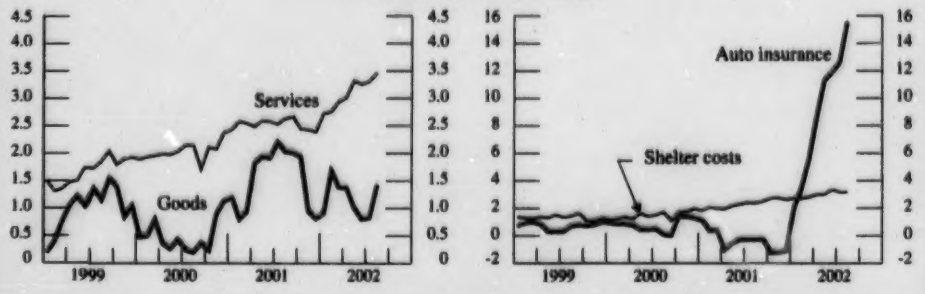
In contrast to the prices of services, the prices of the goods in the core CPI basket rose at a modest 1.4 per cent in August relative to a year earlier. This was the result of price reductions or only modest price increases for such items as automobiles, other durable goods, clothing, and footwear. Electricity prices, however, have increased considerably in Ontario. This reflects both higher base costs to consumers and the effects of weather-related demand pressures in July and August.

In the housing market, strong new home construction and an increase in new listings relative to sales have increased supply. As a result, the acceleration in the year-over-year rate of increase in housing prices appears to have abated, though the rate of increase remains high. If supply continues to catch up to demand, we can expect the rate of increase of new home prices and the shelter component of the core CPI to moderate slightly moving forward. It is even more difficult to foresee the pace of price increases for automobile insurance, although somewhat smaller month-to-month increases are expected. Nonetheless, since these increases in housing prices and automobile insurance premiums are not expected to be reversed in the coming months, these components are expected to keep the 12-month rate of increase in the core CPI relatively high well into 2003.

In contrast, the weather-related element of the increases in electricity prices in Ontario is expected to be reversed in the near term, and hence, its contribution to the 12-month rate of increase in the core CPI should diminish.

Components of Core Inflation

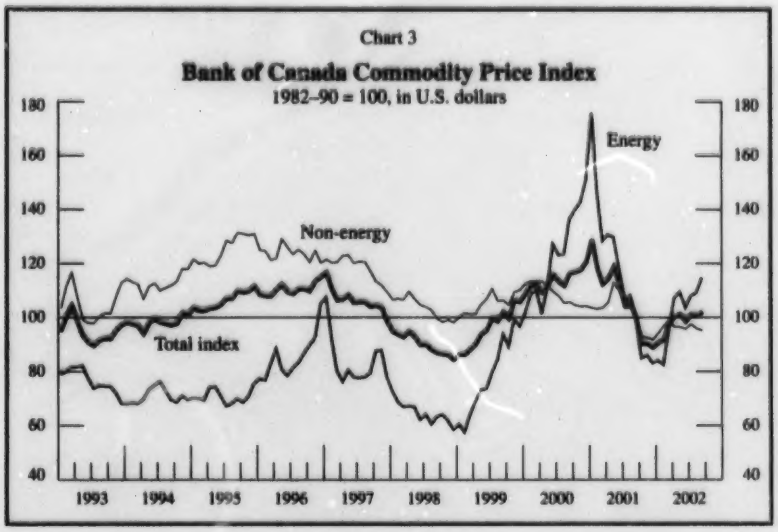
Year-over-year percentage change



of an outbreak of hostilities in the Middle East (Chart 3). Added pressure from substantial increases in tobacco taxes also exacerbated the rise in the total CPI.

Overall, non-energy commodity prices have edged down since mid-April.

In contrast to recent energy-price developments, the prices of non-energy commodities, after picking up early this year with the recovery of global demand, have edged down since mid-April, as expectations of global economic growth have eased (Chart 3). In particular, the price of lumber fell considerably, partly because U.S. operators were using up stocks built up prior to confirmation by the U.S. government of duties on softwood lumber. Base metal prices also declined, though to a lesser extent, as demand softened. At the same time, higher supplies contributed to lower livestock prices. In contrast, grain prices rose considerably, chiefly reflecting the impact of the severe droughts in western Canada and elsewhere.



Factors at work on inflation

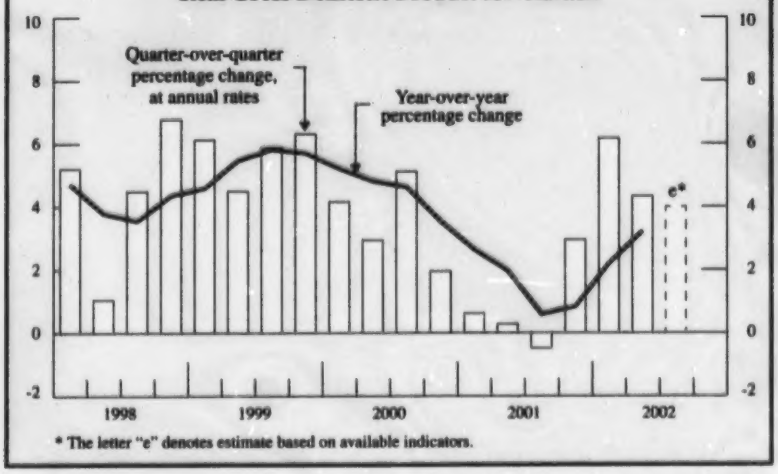
Aggregate demand

In the first three quarters of 2002, the Canadian economy grew faster than expected.

During the first three quarters of 2002, the Canadian economy grew at a somewhat faster pace than projected in the last *Report*. Real GDP surged at an annual rate of 5.2 per cent in the first half of this year, and the most recent indicators for spending and employment suggest that real GDP likely advanced at a pace of about 4 per cent in the third quarter (Chart 4). As a result, the economy has moved towards full production capacity more quickly than was expected in April.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

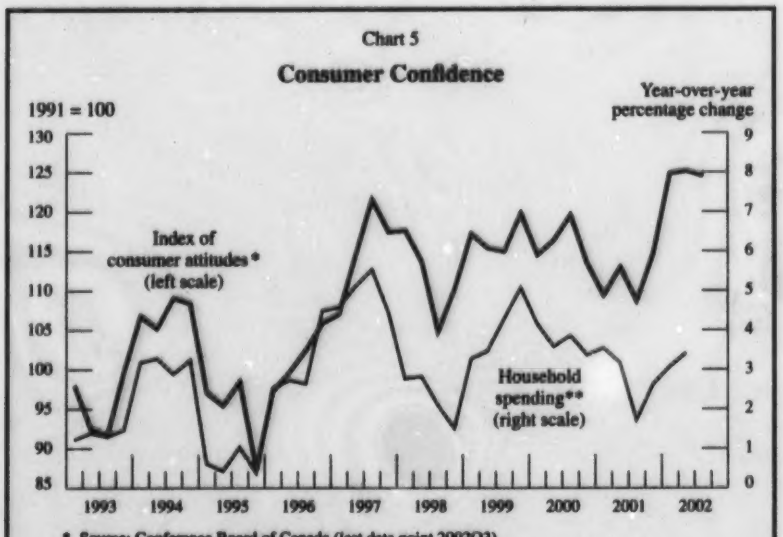
Household spending in Canada has risen strongly . . .

. . . while export growth and the resumption of stock-building have also contributed to robust economic expansion.

The significant easing of monetary policy in 2001 contributed importantly to improved consumer confidence and to the strong growth of household spending to date in 2002, as did the substantial gains in employment and real incomes (Chart 5). Canada's exports have rebounded, reflecting renewed economic growth in the United States since the last quarter of 2001. Inventory accumulation resumed in the second quarter of 2002, and there has also been a significant recovery in investment in machinery and equipment. With buoyant growth in domestic demand, import volumes also increased substantially.

Chart 5

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada (last data point 2002Q3)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

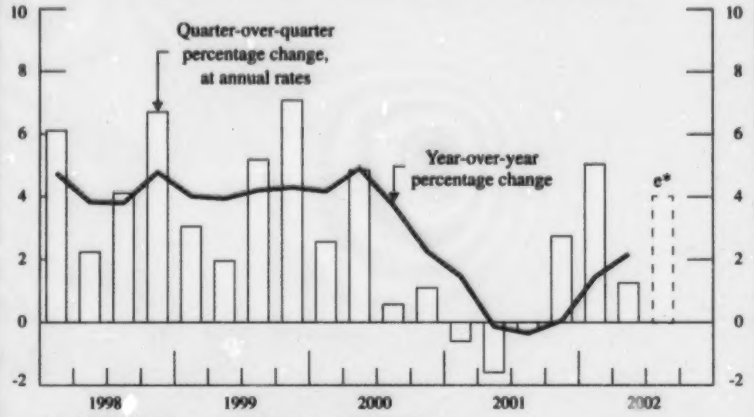
Following a robust first quarter, U.S. economic activity slowed markedly in the second quarter of this year, but available indicators suggest a rebound in the third quarter (Chart 6). On average over the first three quarters of 2002, the U.S. economy likely grew at a rate of about 3 1/2 per cent.

The U.S. economy is operating with more slack than previously expected.

Important historical revisions were recently made to U.S. national accounts data. Real GDP growth over the past two years was revised downwards, lengthening the recession of the U.S. economy in 2001. In the Bank's view, the revisions, together with the weaker-than-expected growth in U.S. activity in the second quarter, suggest that there is currently more slack in the U.S. economy than was previously believed.

Chart 6

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Estimated pressures on capacity

The amount of excess supply in the Canadian economy has diminished appreciably . . .

Current estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that economic slack had largely disappeared by the end of the summer (Chart 7).

Several other indicators, however, suggest less pressure on capacity than the conventional measures (Box 2). The strong increases in employment since the beginning of 2002 have been accompanied by a sharp rise in the labour-force participation rate. Some of the increased demand for labour has therefore been met out of an increase in the supply of labour. Indeed, it is likely that part of the increase in the participation rate reflects an upward shift in the trend rate. The most recent survey of firms conducted by the Bank's regional offices also suggests that pressures on capacity are not widespread. On balance, the Bank feels that the economy is currently operating with somewhat more slack than its conventional measure of the output gap would suggest.

. . . but some slack still remains.

Box 2

Alternative Indicators of Capacity Pressure

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the Canadian economy moved from a position of excess demand in 2000 to a position of excess supply in the second half of 2001.[1] Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector (CAPU) paints a similar picture. It moved below its 1987–2001 average level in the second half of last year. Moreover, both the output gap and CAPU suggest that the amount of excess supply diminished considerably in the first half of 2002, and both suggest that the economy was operating virtually at its productive capacity by the second quarter of this year.

Capacity pressures have been particularly evident in the housing market. The vacancy rate in residential accommodation is very low. This, together with stimulative monetary conditions, has spurred strong housing demand, which has reduced the stock of newly constructed but unoccupied dwellings and put upward pressure on the rate of increase in the prices of both new and existing homes. Nevertheless, an impressive supply response in the form of much stronger new home construction has kept prices from rising even faster.

Other indicators point to less pressure on capacity. The national unemployment rate rose by slightly more than half a percentage point between the second quarter of 2001 and the second quarter of 2002. Although employment has increased steadily since the beginning of 2002, growth in the supply of labour has also risen. Indeed, it is likely that part of the increase in the aggregate participation rate has reflected an upward shift in the trend participation rate, mainly as a result of the increased participation of women 25 years and over and men 55 years and over.[2] There is currently also less evidence of labour shortages than was the case in the first half of 2001, based on surveys conducted by the Bank's regional offices and by Statistics Canada. These indicators all suggest that there is still some slack in the labour market. The recent easing of increases in labour compensation, even with the relatively strong performance of productivity, is consistent with this assessment.

The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding aerospace products and parts) is also still fairly low. The vacancy rate for office space has risen considerably since the end of 2001, and prices of non-residential property are only modestly above their levels of a year ago.

The positive surprises in core inflation relative to what was expected in the April *Report* have been caused mainly by factors unrelated to underlying pressure on the economy's productive capacity—particularly the unanticipated increases in automobile insurance premiums and electricity rates.

Considering this broad range of indicators, it is the Bank's judgment that the pressure on aggregate productive capacity is currently somewhat less than that suggested by the conventional measure of the output gap.

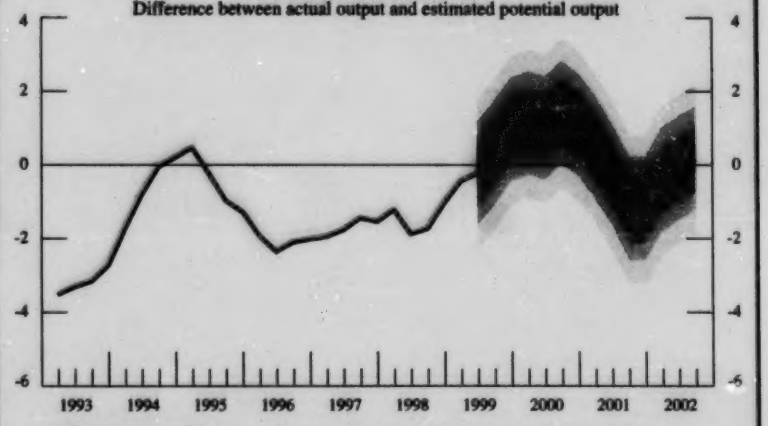
---

1. The Bank's conventional measure of the output gap is constructed using a variant of the multivariate-filter measure described in Butler (1996), which infers the level of potential output from movements in certain observable variables, such as labour inputs, labour productivity, and inflation. (See Technical Box 1 in the May 1995 *Report*.)
2. While the conventional measure of potential output uses information on labour force participation, it will tend to recognize shifts in the trend participation rate only slowly. Hence, if the trend participation rate has risen, the conventional measure will tend to understate potential output until it fully recognizes the size of the shift.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2002 is based on a projected rise in output of 4.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Cost control

With a marked pickup in the growth of labour productivity, unit labour costs are below year-earlier levels.

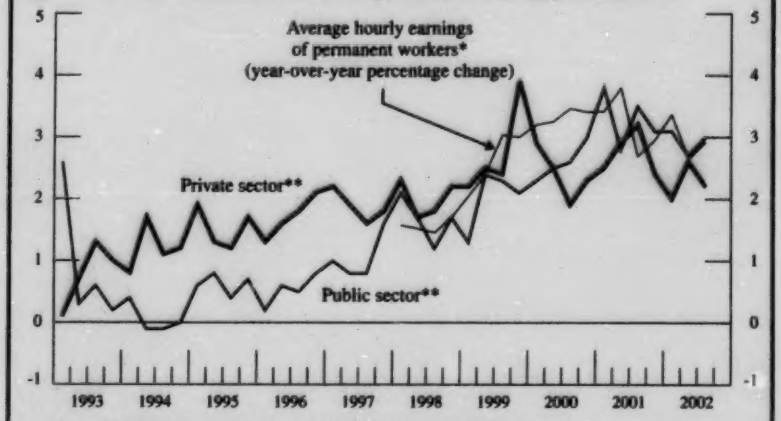
Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in average labour compensation seems to have eased to just below 3.0 per cent in the third quarter of 2002, compared with about 3.5 per cent early this year (Chart 8).

The year-over-year rise in labour compensation in the business sector has fallen appreciably since the end of 2000. Meanwhile, labour-productivity growth increased to 3 per cent in the first half of 2002 as the economy began to recover. With this marked pickup in productivity growth, unit labour costs in the business sector are below year-earlier levels (Chart 9).

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



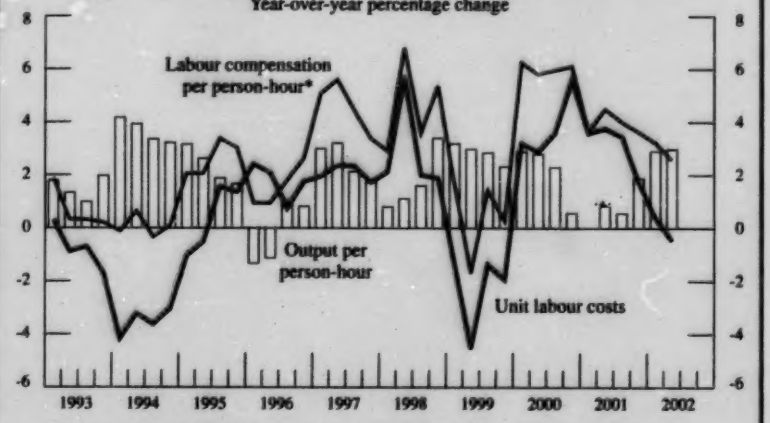
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = September 2002

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = July 2002

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

3. Financial Developments

Uncertainties and financial market volatility have created downside risks for the global economy.

In recent months, global uncertainties and financial market volatility have given rise to downside risks for global economic activity. The potential effects of these developments on the real economy can work through a number of channels (Box 3). Higher risk premiums increase the cost of capital, and access to external financing can be curtailed if lenders are less willing or less able to supply funding. Declines in asset prices can affect spending through their impact on the net worth of firms and households, and generalized uncertainty can also lead to delays in spending.

When determining the appropriate path for policy interest rates, it is important to assess the degree to which such financial "headwinds" bear upon economic activity. In a number of countries, the existence of such headwinds has been one of the reasons why policy interest rates remain well below the rates traditionally considered neutral. The path by which the policy interest rates move back towards their neutral level will depend to a great extent on how quickly the headwinds dissipate.

Corporate and household financial conditions

North American businesses have faced deteriorating financial conditions over the last six months.

Business financial conditions in North America have, on balance, deteriorated across a range of markets since the April *Report*. Higher-risk corporate borrowers are facing increased costs for capital and reduced access to external financing as a result of wider corporate bond spreads, lower equity prices, and a reduced supply of bank loans. In contrast, borrowing costs remain low for low-risk borrowers.

Spreads between the yields on corporate bonds and government bonds have increased across most investment grades (Chart 10). Despite increased spreads, the rate of interest on corporate debt for higher-rated firms has declined as a result of the decrease in government bond rates.

Over the last six months, rates on medium- and long-term government bonds have fallen sharply in both Canada and the United States (Chart 11). Investors' reduced tolerance for risk, leading to a portfolio shift out of equities into the bonds of low-risk borrowers, has been an important contributing factor. Adjustment of market expectations about future policy rates also likely explains some of this decrease.

Box 3

Business-Financing Conditions and Aggregate Demand

The linkages between financial developments and aggregate demand work partly through their effects on business-financing conditions. Developments that adversely affect the financial situations of borrowers or reduce the willingness or ability of lenders to supply funds lead to increased risk premiums in bond spreads, lower stock prices, and more restrictive terms and conditions on loans. Increases in the cost of financing or reductions in its availability restrain business investment and weaken aggregate demand.

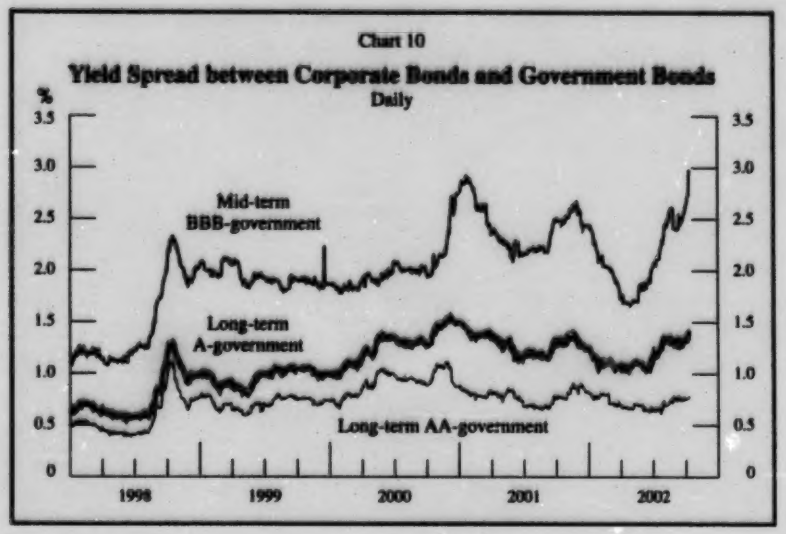
Business credit can be restricted because of a deterioration in the financial positions of borrowers. For example, a perceived reduction in the ability of borrowers to generate income to repay their loans can cause lending to be curtailed. As well, a decline in asset values can erode the value of collateral and, hence, reduce the amount of credit granted. Uncertainty about a borrower's future stream of profits or collateral values, perhaps arising from a loss of confidence in corporate accounting practices, will have a similar effect.

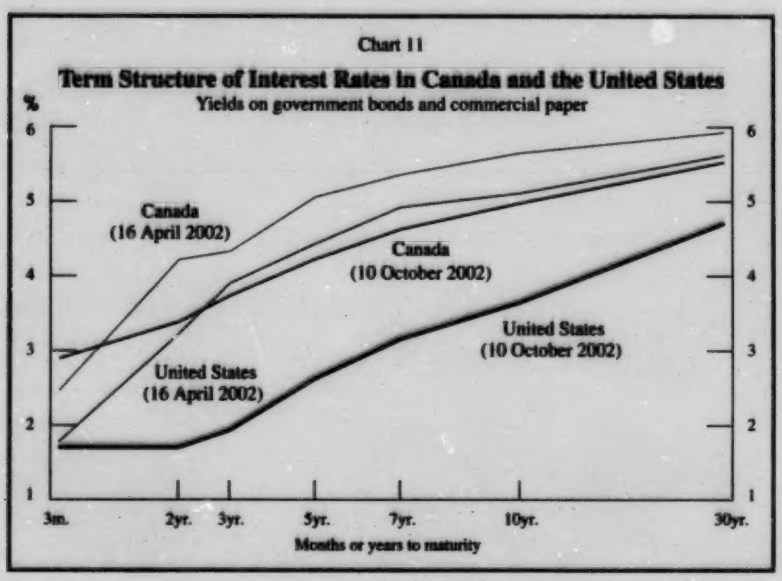
Changes in the financial health of lenders or in their attitudes towards risk can also lead to tighter financing conditions. For example, a deterioration in bank balance sheets can lead to tighter credit conditions; banks tighten the standards and terms of their loans to mitigate risk or charge higher interest rates to take on risk. Banks may also cut back on loans to certain sectors or certain types of borrowers to increase the diversification of their portfolios or to limit their exposure. In the early 1990s, for example, U.S. banks suffered losses in their real estate portfolios, which affected their financial health. The result was tighter credit conditions and reduced access to credit for a wide variety of borrowers for some time.

In bond markets, changes in lenders' perception of riskiness or in their appetite for risk would be reflected in increased spreads between corporate and government interest rates—particularly for lower-grade corporate borrowers—and in reduced access to commercial paper markets. At the time of the Russian debt default and the near collapse of Long-Term Capital Management in 1998, risk premiums increased dramatically for higher-risk investments. Bond spreads on investment-grade issues also widened, as investors sought the liquidity of U.S. Treasuries.

Stock market developments obviously affect the cost of equity financing. Declines in equity prices and increases in volatility make it more difficult and costly to raise funds.

Finally, there may be connections between reduced financing from one source and the ability to obtain funds from another. For example, if banks cut off access to backup lines of credit, investors in the corporate paper market will be unwilling to purchase such paper. Changes in the credit rating of a firm's debt may violate the conditions of a bank loan, forcing its renegotiation or cancellation. Such events result in an increase in the cost of external financing, making investment more expensive.





Global equity markets have exhibited considerable weakness, sustaining significant losses and experiencing periods of heightened volatility. From the beginning of the year to early October, the S&P 500 had fallen close to 25 per cent, and in Canada the TSX had fallen by about 20 per cent.

Canadian banks remain cautious in their lending, as higher loan-loss provisions and weak revenues from capital market sources continue. In the United States, banks continue to tighten terms and conditions on loans as a result of the poorer economic outlook, sectoral concerns, and a reduced tolerance for risk.

Canadian banks remain cautious in their lending, while U.S. banks continue to tighten terms and conditions.

With firms postponing their investment plans because of a more uncertain outlook, the demand for external financing in the United States and Canada has also been declining. In addition, some Canadian firms, which have had generally healthier profits than their U.S. counterparts, may have relied on internal funds to finance expenditures.

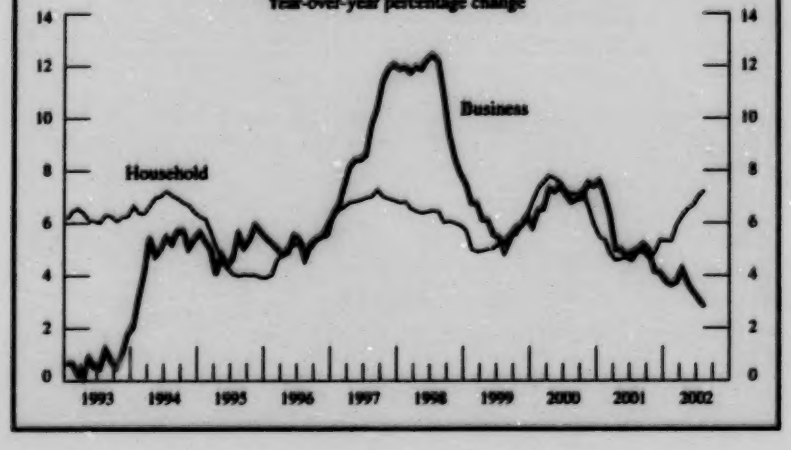
The growth of total business credit in Canada has slowed considerably since April . . .

As a result of these supply and demand factors, financing activity in both Canada and the United States has weakened. Bond issuance has slowed markedly since last April, and bank credit has declined, as has the outstanding amount of commercial paper. In Canada, this has resulted in a considerable slowing in the growth of total business credit since the last *Report* (Chart 12).

Chart 12

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change



. . . while the growth in household credit has remained strong.

In contrast to business credit, growth in household credit has remained strong. This reflects a marked growth in household spending, particularly in the housing market, and favourable credit conditions, including low mortgage rates and ready access to loans. The continued accumulation of household debt has been largely matched by increases in assets. Moreover, households appear to be well positioned to finance this debt, with the share of personal income going to debt service remaining well below historical averages.

Household wealth has been adversely affected by declines in equity prices, but the effect was partly offset by the increasing value of real estate. There is some evidence that consumer spending is less sensitive to changes in equity prices than to changes in house prices.

Policy actions

The Bank raised the target overnight interest rate 25 basis points to 2.50 per cent on 4 June and again, by the same amount, on 16 July to 2.75 per cent in response to evidence that a robust recovery was underway in Canada (Chart 13).

Against the background of weaker near-term prospects for growth in the United States and major overseas economies, global financial market volatility, and the unsettled geopolitical situation, the Bank left the target rate unchanged at 2.75 per cent on 4 September and on 16 October.

In the United States, the Federal Reserve has left the federal funds rate unchanged this year at 1.75 per cent, after having lowered it by a total of 475 basis points in 2001. At its March meeting, the Federal Open Market Committee (FOMC) decided that the risks between higher inflation and slower growth were balanced. Increasing concerns through the summer about the implications of financial market developments for economic growth, however, led the FOMC to conclude at its August meeting that the balance of risks had tilted towards economic weakness.

Interest rate expectations embodied in futures contracts have adjusted downwards in the United States in recent months. At the time of the April *Report*, futures contracts for federal funds (an indication of the expected federal funds target) suggested that markets were expecting the FOMC to raise rates in 2002, while recent levels have indicated that markets are now anticipating that rates will be stable or perhaps even move down by the end of the year. In Canada, prices in the futures market have also declined, but still suggest a possible rise in short-term interest rates before year-end.

Developments in the target for the overnight rate since the April *Report*:

4 June—up 25 basis points to 2.50 per cent

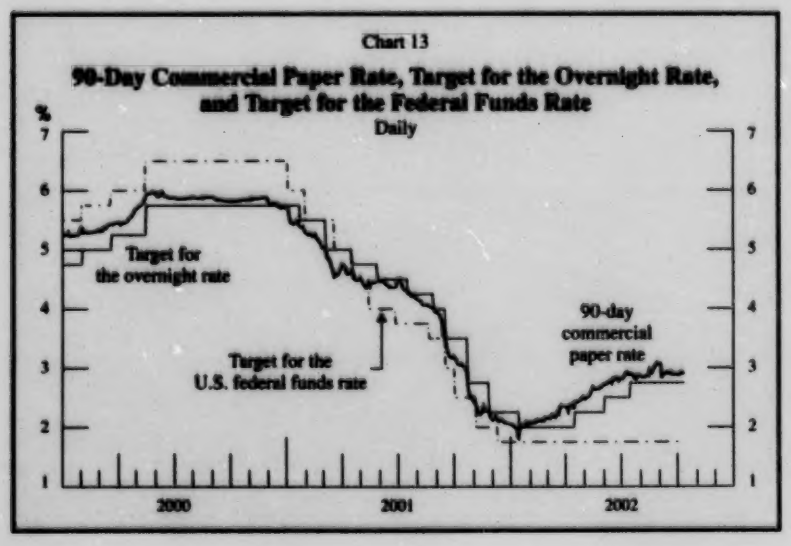
16 July—up 25 basis points to 2.75 per cent

4 September—no change

16 October—no change

Chart 13

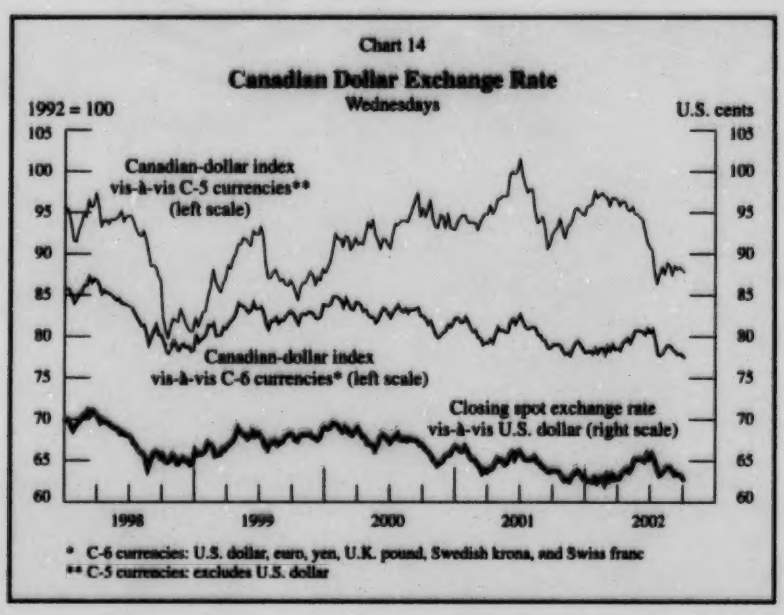
90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

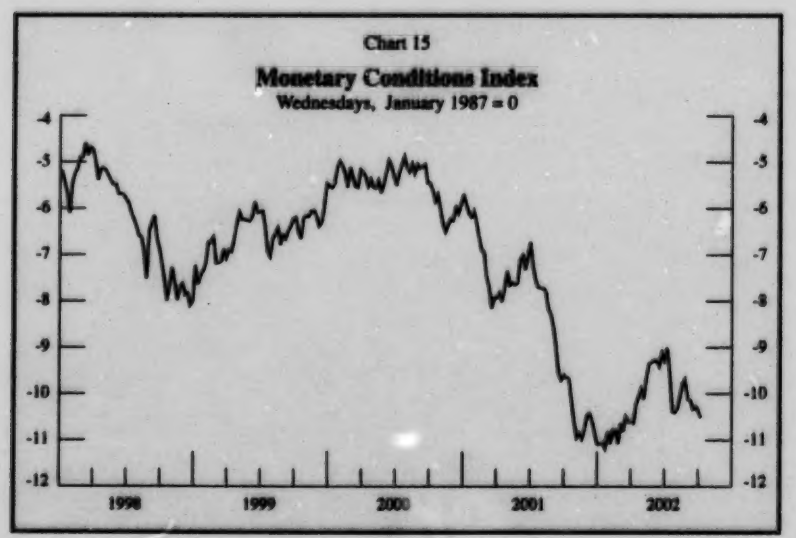


Exchange rate and monetary conditions

On a trade-weighted basis, the Canadian dollar is down slightly relative to last April (Chart 14). Through the spring, the dollar strengthened in response to positive Canadian economic data, but these gains were lost in early summer, reflecting the heightened volatility in global financial markets and uncertainty about the strength of the global expansion.

The Bank's monetary conditions index (MCI) is largely unchanged from last April (Chart 15).





4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

The global economy continues to expand, but at a slower pace.

The global economy continues to expand, but at a somewhat slower pace than was expected in the April *Report*. Concerns about recent geopolitical tensions have added to the uncertainty in the world economy. The economic outlook presented in this *Report* assumes that there will be no further major escalation of these tensions.

Financial developments are dampening the pace of economic activity in the United States.

In the United States, recent financial market developments have negatively affected business and consumer confidence and are working to dampen the pace of economic activity. To help offset these influences, monetary policy has remained very accommodative, with the U.S. authorities holding rates unchanged. Given the stance of policy, including fiscal policy, real GDP in the United States over the fourth quarter of 2002 and the first two quarters of 2003 is expected to average close to 3 per cent—slightly lower than the economy's growth potential. Assuming that the headwinds from the recent financial developments dissipate in the second half of 2003, U.S. economic growth is expected to pick up to a rate above its growth potential. On an annual average basis in 2002, U.S. economic growth would thus be about 2 1/2 per cent, as was expected in the April *Report*, but slightly weaker than projected in the last *Update*. In 2003, U.S. economic activity should increase at an annual average rate of close to 3 1/4 per cent, slightly less than was expected in the April *Report* and the last *Update*.

In other countries, a gradual recovery is expected.

A gradual recovery should also continue to unfold in other industrialized countries. In the major European economies, growth is expected to be close to 1 per cent on an average annual basis in 2002 and to rise to about 2 1/2 per cent in 2003—which is weaker than our April projection. In Japan, ongoing structural difficulties will continue to weigh on economic growth for some time, with a contraction of about 1 per cent expected in 2002 and modest growth of only about 1/2 per cent foreseen in 2003.

Growth prospects for a number of emerging-market economies have improved, particularly in the Southeast Asian countries. The situation in Latin America, however, remains weak.

The U.S.-dollar price of non-energy commodities is expected to increase by the end of 2003 as the global economic recovery continues. Although energy prices are expected to show little change over the next few months, the possibility of an escalation of tensions in the Middle East makes these projections, particularly those for crude oil, subject to an unusually high level of uncertainty.

Aggregate demand and supply in Canada

Over the next three quarters, growth in Canada is expected to be slightly less than the economy's 3 per cent growth potential.

Economic growth in Canada is expected to slow somewhat in the fourth quarter of this year and in the first half of 2003. Over these three quarters, growth is expected to average slightly less than the economy's 3 per cent growth potential. This is somewhat lower than was projected in the April *Report* and the July *Update*. Several factors account for this change in outlook.

While the global economy is recovering, the pace is slower than previously thought. Most importantly for Canada, the level of economic activity in the United States is somewhat weaker than was projected six months ago, and the outlook for U.S. growth has been revised down slightly. The projected growth in Canadian export volumes to the United States is therefore expected to be more moderate.

Growth of spending on fixed capital is also expected to be marginally lower than previously projected. Increased uncertainty related to global geopolitical tensions and the resolution of corporate reporting and governance issues are likely to cause some businesses to delay major capital expenditures. Increases in the cost of capital related to the declines and volatility in equity markets and to increased risk premiums on lending to corporations are also expected to dampen business investment relative to earlier projections. Nonetheless, with the Canadian economy operating close to capacity, investment spending on machinery and equipment is projected to be solid. Moreover, capital outlays in the oil and natural gas sector are likely to strengthen if crude oil and natural gas prices remain at, or move above, recent high levels.

Household spending is still expected to grow at a healthy rate through to the end of 2003, although spending on housing and related items is likely to decline from the recent high levels. With the U.S. economy projected to gain momentum through 2003 and global financial conditions assumed to improve, export volumes and investment should both pick up in the second half of 2003. This is expected to boost GDP growth above the growth rate of potential output in the second half of 2003.

Growth is then expected to rise above potential in the second half of 2003.

Such an outlook would imply real GDP growth, on an annual average basis, of about 3 1/2 per cent in 2002 and in a range of 2 3/4 to 3 3/4 per cent in 2003. The midpoint of this range for growth in 2003 is slightly below the latest average private sector consensus forecast.

The current small amount of excess supply should be taken up as growth moves above that of capacity in the second half of 2003.

This outlook suggests that, with monetary stimulus being removed from the economy in a timely and measured way, Canadian output will remain close to capacity. With the modest downward revision to the growth outlook through to mid-2003, the Bank's best judgment is for a small amount of excess supply in the near term, which will be taken up as output growth moves above capacity growth in the second half of 2003. But with the output gap expected to remain small, judgments about the degree of slack will need to be carefully reassessed as developments unfold.

Measures of inflation expectations

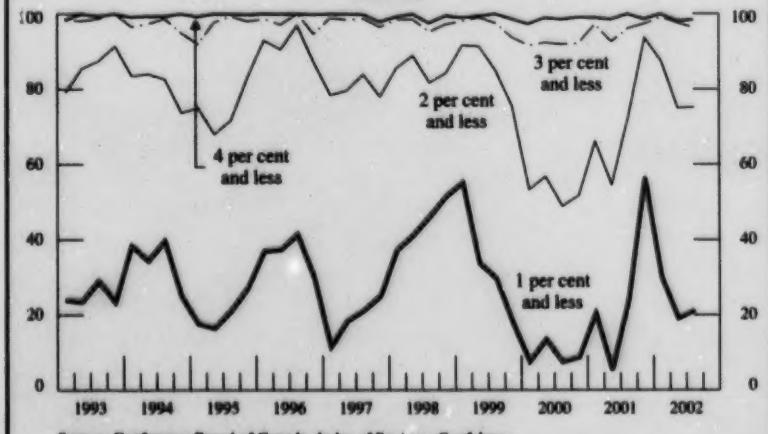
Longer-term inflation expectations are clustered tightly around 2 per cent.

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 21 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 1 per cent or less, and 75 per cent expected a rate of 2 per cent or less (Chart 16). Although both the latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices and the average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI suggest that inflation expectations over the near term are in the upper half of the Bank's inflation-control target range, typical forecasts of inflation for 2004 and beyond continue to be centred tightly around 2 per cent (Chart 17).

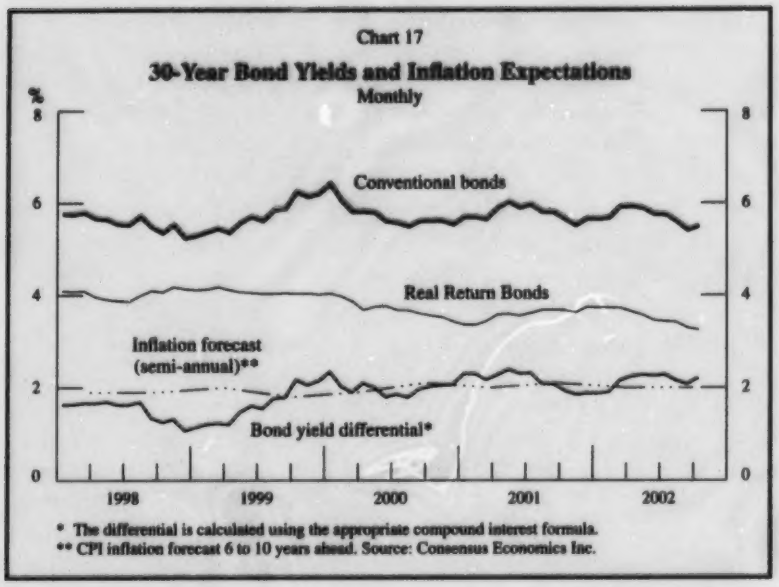
Chart 16

Percentage Distribution of Expected Price Increases over the Next Six Months

Quarterly



Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*



Other factors affecting inflation

Core inflation will continue to be affected by a number of "one-off" factors until the second half of 2003.

A number of special or "one-off" factors will continue to affect the outlook for core inflation until the second half of 2003. The effect of the recent substantial increases in insurance premiums is expected to persist, diminishing only gradually through 2003. The effect of the earlier depreciation of the Canadian dollar should also lessen next year, since import prices for consumer goods have recently stabilized.

Near-term movements in core inflation will also be importantly affected by the fallout from the extraordinary events of September 2001. In the wake of the terrorist attacks in the United States, expectations of a substantially weaker economy led to unusually aggressive price discounting in the fourth quarter of 2001. With the strong recovery in the first quarter of 2002, the amount of price discounting diminished appreciably. Since core inflation is measured as the 12-month rate of increase in the core CPI, last year's price discounting will result in a temporary rise in core inflation in the fourth quarter of 2002. This echo effect is expected to boost core inflation by about 0.4 percentage points. This effect should disappear by the end of the first quarter of 2003.

Wage gains are expected to edge up.

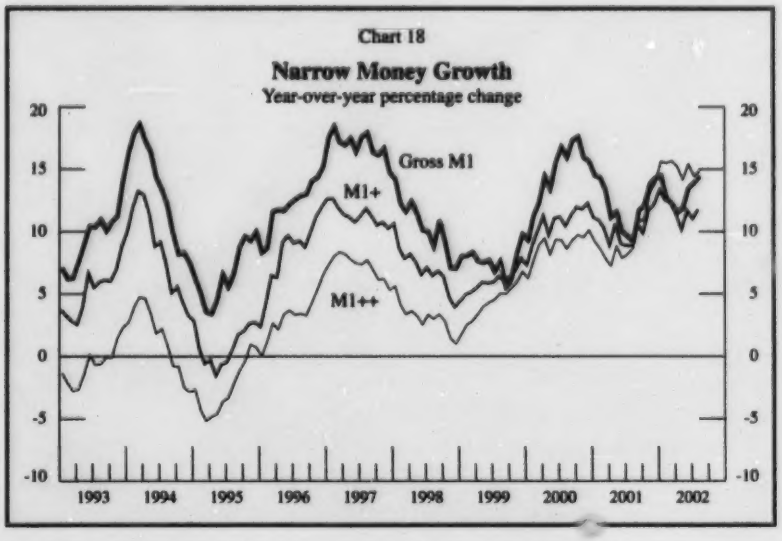
Wage gains are expected to edge up towards the end of 2003, given the likelihood of further improvement in labour market conditions. Indeed, the Bank's latest survey of businesses shows that more firms expect larger wage increases over the next 12 months

than anticipate smaller wage gains. With productivity growth expected to steady out at around 2 per cent, growth in unit labour costs should move up towards 2 per cent through 2003.

Implications of money growth for inflation

Strong growth in M1 signals a desire to hold precautionary balances in the face of uncertain financial markets.

During most of the first half of 2002, growth in the narrow monetary aggregates, M1, M1+, M1++, slowed from the recent peak levels reached at the end of 2001 (Chart 18). Since May, however, growth rates of M1+ and M1++ have stabilized at levels that are still very strong, while the growth rate of M1 has surged upwards again. This resurgence of the growth in M1 has been relatively widespread across households and firms and signals a desire to hold more liquid money or precautionary balances in the face of uncertain financial markets. This growth has occurred despite increases in short-term interest rates since the beginning of the year.



Increased uncertainty is evident in the net outflows from equity mutual funds in June, July, and August, as well as in the increased growth of fixed-term deposits (GICs) since July. Overall, growth in M2++ has been relatively flat over the last few months, after having declined during the first part of the year (Chart 19).

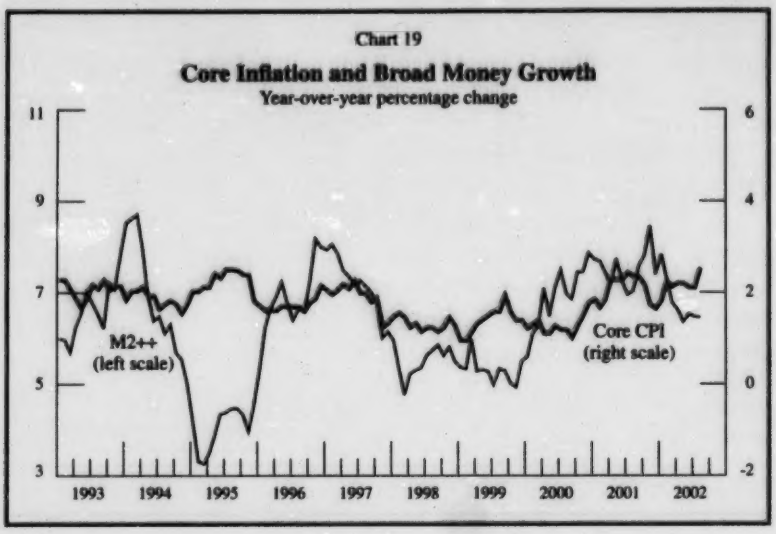
High levels of narrow money growth have traditionally implied higher future inflation. However, to the extent that this recent growth represents a buildup of precautionary balances in the face of uncertainty, a high rate of money growth is not inconsistent with future inflation of around 2 per cent. In the coming

months, households and businesses are likely to rebalance their portfolios, causing the growth rates of narrow money to decline to more moderate levels. There is still a risk of increased inflation, however, if liquid balances are spent on goods and services rather than being shifted into other financial assets.

Chart 19

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



Inflation projection

While core inflation is expected to rise in the near term as a result of several one-off factors . . .

With the Canadian economy currently operating close to its production capacity and output growth expected to be close to the rate of growth of potential output, capacity pressures are not expected to exert significant upward or downward pressure on core inflation. Nonetheless, in the near term, core inflation is expected to rise, reflecting a combination of one-off factors.

The echo effect of the unusual price discounting in the fourth quarter of 2001 is expected to push core inflation up in the fourth quarter of 2002. The sharply higher insurance premiums are expected to hold up the 12-month rate of change of the core CPI until the second half of 2003. And the effects of the drought in western Canada and elsewhere may result in higher prices for some food components of the core CPI in coming quarters.

. . . it should move back close to 2 per cent in the second half of 2003.

The overall effect of these one-off factors is expected to peak in the fourth quarter of this year, pushing core inflation to about 3 per cent by year-end. Through 2003, these effects are expected to diminish, so that in the second half of the year, core inflation should return to its 2 per cent target. With economy-wide demand

expected to be roughly in line with supply, core inflation should then remain close to 2 per cent.

The outlook for total CPI inflation depends importantly on the behaviour of oil prices.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI depends importantly on the behaviour of oil prices, and oil prices are particularly difficult to forecast because of the current geopolitical tensions. If the risk premium in current oil prices abates, and oil prices average about US$25 per barrel in coming months, total CPI inflation is expected to peak at about 3.5 per cent at the end of 2002. Alternatively, if average oil prices remain near their recent high levels of about US$30 per barrel, total CPI inflation could rise to about 4 per cent by the end of 2002.

In 2003, total CPI inflation is expected to move back in line with core inflation. The pace of this movement will depend on the behaviour of oil prices.

Recent experience suggests that the pass-through of temporary oil-price movements to prices of other goods and services is relatively small. Thus, while the behaviour of total CPI inflation could be dramatically affected by the near-term behaviour of oil prices, volatile oil prices are not expected to have much of an effect on core inflation.

5. Conclusions

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 and is now operating close to full production capacity. At the same time, core and total CPI inflation have risen above the Bank's 2 per cent target for inflation control. As discussed in this *Report*, the recent and projected near-term increases in inflation are largely explained by relative price developments in the areas of insurance premiums, energy, and tobacco taxes. For monetary policy, what is important is that these effects not feed into price and wage inflation, but remain one-off influences on specific prices.

Last spring, against the background of a strengthening economy, the Bank began to remove the substantial amount of monetary stimulus provided in 2001.

This stimulus is fuelling strong domestic demand growth. At the same time, we are experiencing an uncertain global economy and a reduced tolerance for risk in global financial markets. These uncertainties and the weaker global outlook are likely to dampen growth in aggregate demand for Canadian output over the near term. The Bank therefore decided on 4 September and 16 October to leave the target for the overnight rate of interest unchanged.

It remains the Bank's view, going forward, that further removal of monetary stimulus will be required to achieve the inflation target over the medium term. The timing and extent of policy tightening will depend on unfolding economic, financial, and geopolitical developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada.

Two risks will have to be watched closely over the period ahead. First, external economic, financial, and geopolitical developments may have a more persistent dampening influence on the Canadian economy than assumed in this *Report*. Second, with the economy operating close to capacity and with inflation expected to rise further in the near term, inflation trends and expectations will need to be carefully monitored against the projection that core inflation will return to the 2 per cent target in the second half of 2003.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Butler, L. 1996. *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM) Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter.* Technical Report No. 77. Ottawa: Bank of Canada.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2002. *Index of Business Confidence* (Autumn).

_____. 2002. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).

Consensus Economics Inc. 2002. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– octobre 2002 –

La pièce d'or de 200 $ reproduite en couverture est l'œuvre de l'artiste John Mantha. Émise en 1995, elle illustre la fabrication du sirop d'érable, une tradition typiquement canadienne. Ce sont les peuples autochtones qui ont enseigné aux premiers colons à recueillir la sève de l'érable à sucre puis à la faire bouillir pour la transformer en sirop et en sucre. La partie de sucre est vite devenue un rituel du printemps au Canada et, encore aujourd'hui, l'érablière familiale traditionnelle est au cœur de cette industrie agricole si particulière.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4923
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— octobre 2002 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

La belle tenue récente de notre économie, loin d'être le fruit du hasard, tient au cadre solide que nous nous sommes donné pour maîtriser l'inflation et gérer les finances publiques. [...] Restés fidèles à cette approche pendant la tourmente économique que nous venons de traverser, nous nous voyons maintenant récompensés des énormes efforts que nous avons déployés [...]. Comme le prouvent avec éloquence les résultats économiques récents du Canada, ce cadre d'action a montré sa valeur, et il continuera de bien nous servir.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
18 septembre 2002

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la fourchette cible 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 11

3. L'évolution financière 17

La situation financière des entreprises et des ménages 17
Les mesures de politique monétaire 21
Le taux de change et les conditions monétaires 22

4. Les perspectives en matière d'inflation 24

La conjoncture internationale 24
La demande et l'offre globales au Canada .. 25
La mesure des attentes relatives à l'inflation .. 26
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 28
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation 28
Les prévisions relatives à l'inflation 30

5. Conclusions 32

Bibliographie 33

Encadrés

1. La hausse de l'indice de référence analysée à la lumière de l'évolution de ses composantes 9
2. Différents indicateurs relatifs aux pressions sur la capacité de l'économie .. 14
3. Les conditions de financement des entreprises et la demande globale 18

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

1. Introduction

L'économie canadienne a connu une expansion vigoureuse depuis le début de l'année...

Au cours de la dernière année, la croissance de l'activité au Canada a surpassé celle de presque tous les autres grands pays industriels. L'économie canadienne a progressé à un rythme supérieur à celui de sa production potentielle et se rapproche maintenant des limites de sa capacité. En outre, des gains remarquables ont été enregistrés au chapitre de l'emploi. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de 2 % que vise la Banque. Dans ce contexte, la politique monétaire s'est employée à réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place.

... tandis que la reprise a été moins rapide que prévu à l'échelle mondiale.

Si l'expansion économique a été vigoureuse au pays, la reprise a été moins rapide que prévu à l'échelle mondiale. Depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, l'évolution de la conjoncture économique, financière et géopolitique a contribué à modérer les perspectives de croissance de l'économie mondiale et à les rendre plus incertaines. Parmi les faits marquants survenus, mentionnons la poursuite de la correction du surinvestissement des années passées, le recul du prix des actions, la hausse des primes de risque, les inquiétudes à l'égard des pratiques des entreprises en matière de gouvernance et de déclaration de l'information financière, le climat géopolitique au Proche-Orient et les craintes concernant la situation dans plusieurs pays d'Amérique latine.

Cette évolution pourrait éventuellement se répercuter sur l'économie canadienne par un certain nombre de canaux. Un tassement de la croissance à l'étranger aurait des conséquences sur nos exportations, dont la plus grande partie est destinée aux États-Unis. Les dépenses des entreprises et des ménages au Canada pourraient aussi être touchées par l'augmentation du coût du capital, la diminution de la richesse consécutive à la chute des cours boursiers et le resserrement des conditions du crédit. Les préoccupations que suscitent les méthodes de gouvernance des sociétés et l'instabilité sur le plan géopolitique ont également accru l'incertitude, ce qui pourrait amener les ménages et les entreprises à différer leurs dépenses jusqu'à ce que la situation se clarifie.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préétablie du 16 octobre 2002.

La présente livraison du Rapport *expose les facteurs externes et internes qui façonnent les perspectives de l'économie canadienne.*

La présente livraison du *Rapport* contient une analyse détaillée des facteurs externes et internes susceptibles de façonner l'évolution de l'économie canadienne d'ici la fin de 2003. On y décrit aussi les facteurs qui devraient pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des mois à venir. Dans l'ensemble, la Banque reste d'avis que les conditions économiques fondamentales nécessiteront de nouvelles réductions du degré de détente monétaire. Le moment et l'ampleur des ajustements auxquels elle procédera dépendront de l'évaluation continue qu'elle effectue des forces externes et internes et de leurs implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au Canada.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis février 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence, en raison d'une importante majoration des taxes sur les produits du tabac et d'une forte remontée des cours du pétrole brut.

L'inflation et la fourchette cible

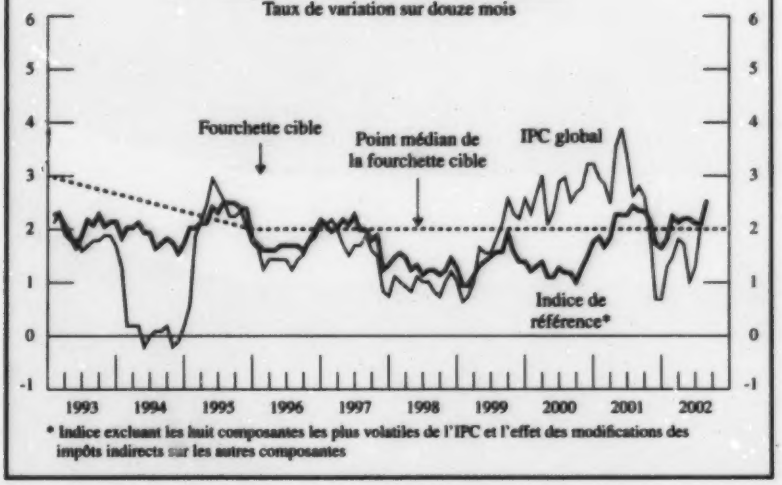
L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 1)[1]. De février à juillet, elle s'est maintenue aux environs de 2,2 %, puis elle a grimpé à 2,5 % en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielle ont affiché un niveau inférieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence, mais en août elles dépassaient toutes 2 %, le point médian de la fourchette cible (Graphique 2).

Depuis le début de 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée au-dessus de 2 % , soit le point médian de la fourchette cible...

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



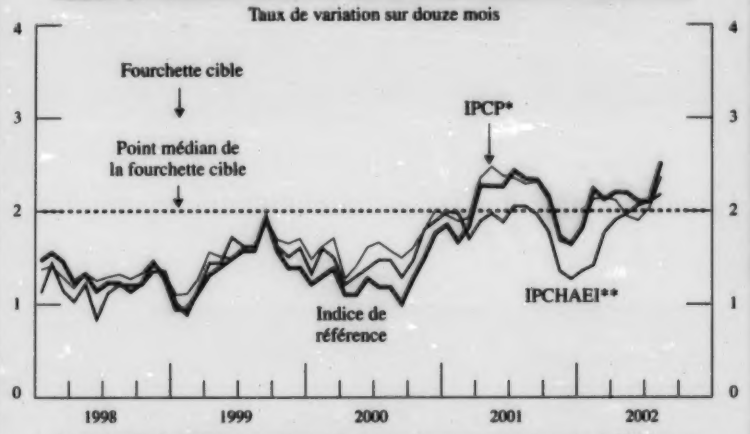
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

Le niveau supérieur aux prévisions du taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie aux relèvements inhabituels des primes d'assurance et du prix de l'électricité (Encadré 1). La hausse notable des primes d'assurance habitation et en particulier des primes d'assurance automobile découle, dans une large mesure, de l'augmentation du montant des demandes d'indemnité ainsi que du faible rendement enregistré récemment par ce secteur d'activité sur ses placements financiers. L'escalade des coûts d'assurance a fait monter de 0,7 point de pourcentage l'inflation mesurée par l'indice de référence au mois d'août. De plus, les conditions météorologiques ont fait bondir récemment le prix de l'électricité en Ontario, mais la situation devrait largement s'inverser au cours des prochains mois[2]. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est également ressentie de la demande vigoureuse de logements et d'articles d'ameublement, qui a provoqué un renchérissement de ces biens. En outre, les majorations passées des coûts des produits importés imputables à la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix.

2. La structure du marché de l'électricité en Ontario ayant subi certains changements, les frais de base facturés aux consommateurs ont augmenté. De plus, les prix de gros de l'électricité sont devenus plus sensibles aux conditions de la demande. Les autres composantes du prix au détail de l'électricité, notamment les coûts de transmission et de distribution, sont toujours réglementées.

Encadré 1

La hausse de l'indice de référence analysée à la lumière de l'évolution de ses composantes

Le niveau plus élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence, depuis le début de 2002, résulte surtout de majorations de prix inattendues dans certaines composantes « services » de l'indice. En règle générale, les prix des services finaux augmentent plus rapidement que les prix des biens finaux, principalement parce que la croissance de la productivité est moindre dans le secteur des services que dans celui des biens. Toutefois, l'écart entre les taux d'accroissement annuels des prix des biens et des services s'est considérablement élargi cette année. Sous l'effet notamment de la vive progression des coûts d'assurance habitation, et particulièrement d'assurance automobile, le taux d'augmentation sur douze mois des prix des services compris dans l'indice de référence s'est élevé à 3,5 % en août. L'ascension des coûts d'assurance découle en grande partie de la montée de la valeur des demandes d'indemnité, conjuguée au faible rendement affiché dernièrement par les placements financiers. Les frais de logement inclus dans l'indice de référence ont également crû à un rythme plus soutenu cette année, par suite de la hausse des coûts de construction et de la forte demande d'habitations. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix des logements neufs de Statistique Canada, qui sert à établir l'évolution de la composante « habitation » de l'indice de référence, est passé de 3,1 % au premier trimestre de cette année à 4,0 % au second trimestre.

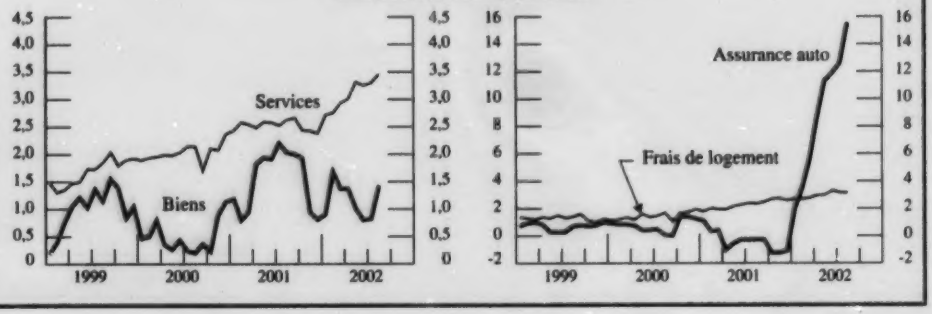
Contrairement aux services, les biens contenus dans le panier de l'indice de référence ont renchéri de seulement 1,4 % en août par rapport à la même période l'an dernier. Cela s'explique par l'augmentation modeste — voire la réduction — des prix de produits tels que les automobiles, d'autres biens durables, les vêtements et les chaussures. Par contre, les prix de l'électricité ont fortement grimpé en Ontario, ce qui tient à la fois à un relèvement des frais de base facturés aux consommateurs et aux pressions exercées sur la demande d'énergie par les conditions météorologiques en juillet et en août.

Sur le marché du logement, l'offre a progressé à la faveur de l'essor vigoureux de la construction et d'une hausse du nombre des inscriptions par rapport aux ventes. En conséquence, le taux d'accroissement des prix des maisons semble avoir cessé de s'accélérer, bien qu'il reste élevé. Si le niveau de l'offre continue de se rapprocher de celui de la demande, on peut donc s'attendre à ce que la montée des prix des maisons neuves et des frais de logement compris dans l'indice de référence se ralentisse légèrement dans les mois à venir. L'évolution des coûts d'assurance automobile est encore plus difficile à prévoir, mais on croit que les augmentations mensuelles seront un peu moins prononcées à ce chapitre. Néanmoins, comme rien n'indique que la tendance à la hausse des prix des logements et des primes d'assurance automobile se renversera dans les prochains mois, ces composantes devraient contribuer à maintenir le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence à un niveau relativement élevé durant une bonne partie de 2003.

En revanche, la part de la montée des prix de l'électricité en Ontario attribuable aux conditions météorologiques devrait s'inverser à court terme, ce qui réduira l'incidence de cette composante sur le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence.

Composantes de l'indice de référence

Taux de variation sur douze mois



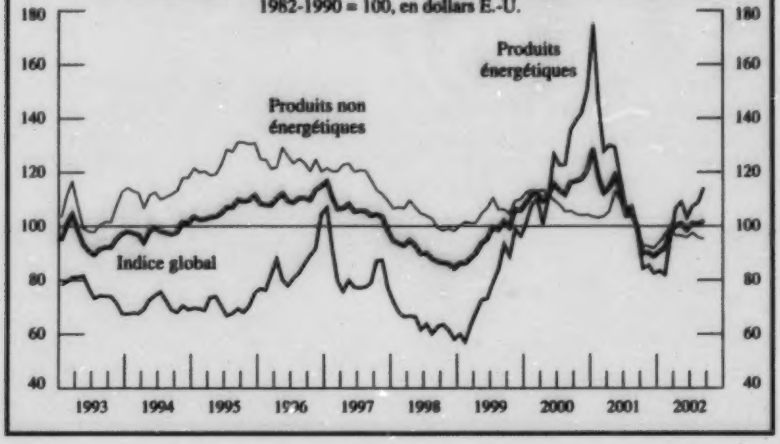
... et le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a grimpé, passant de 1,5 % en février à 2,6 % en août. Cette augmentation s'est produite plus tôt qu'on ne s'y attendait au moment de la publication du *Rapport* d'avril, mais le mouvement de convergence observé entre l'inflation mesurée par l'IPC global et celle mesurée par l'indice de référence avait été prévu. Plus tôt cette année, le cours du pétrole brut a fait un bond marqué, que l'on attribue principalement aux craintes d'une interruption des approvisionnements dans l'éventualité d'un déclenchement des hostilités au Proche-Orient (Graphique 3). L'important relèvement des taxes sur les produits du tabac a également accentué la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont reculé depuis la mi-avril.

Contrairement aux prix de l'énergie, les prix des produits de base non énergétiques, qui avaient monté au début de l'année à la faveur du redressement de la demande mondiale, ont reculé depuis la mi-avril, le taux de croissance attendu de l'économie mondiale ayant été révisé à la baisse (Graphique 3). Les cours du bois d'œuvre, en particulier, ont accusé un net repli, en raison notamment de l'écoulement aux États-Unis des stocks accumulés avant que le gouvernement américain ne confirme qu'il allait imposer des droits sur le bois d'œuvre résineux. Les prix des métaux de base ont aussi diminué, mais dans une moindre mesure, par suite d'un tassement de la demande. Parallèlement, un accroissement de l'offre a contribué à faire fléchir les prix du bétail. En revanche, les cours des céréales ont vivement augmenté, principalement sous l'effet de la grave sécheresse qui a sévi dans l'Ouest canadien et dans d'autres régions.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

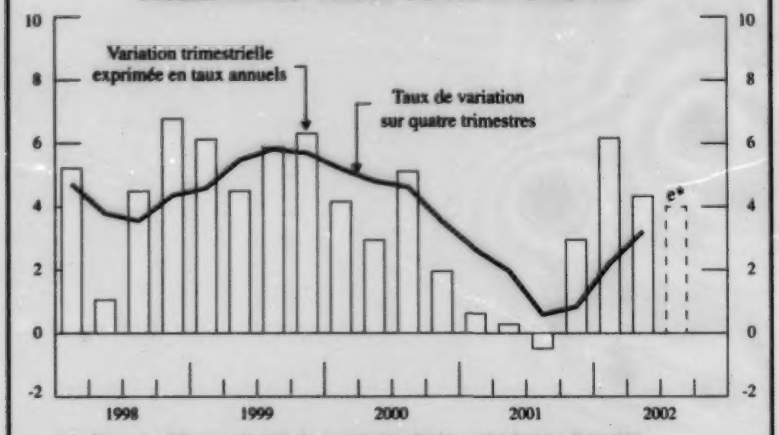
La demande globale

Durant les trois premiers trimestres de 2002, l'économie canadienne a crû à un rythme plus rapide que prévu.

Aux trois premiers trimestres de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été un peu plus rapide que ce que nous projetions dans le *Rapport* d'avril. Le PIB réel a crû de 5,2 % en rythme annuel au premier semestre, et les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi portent à croire qu'il aurait progressé à un taux d'environ 4 % au troisième trimestre (Graphique 4). Par conséquent, l'économie s'est rapprochée des limites de sa capacité plus vite que nous ne le prévoyions en avril.

Graphique 4

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

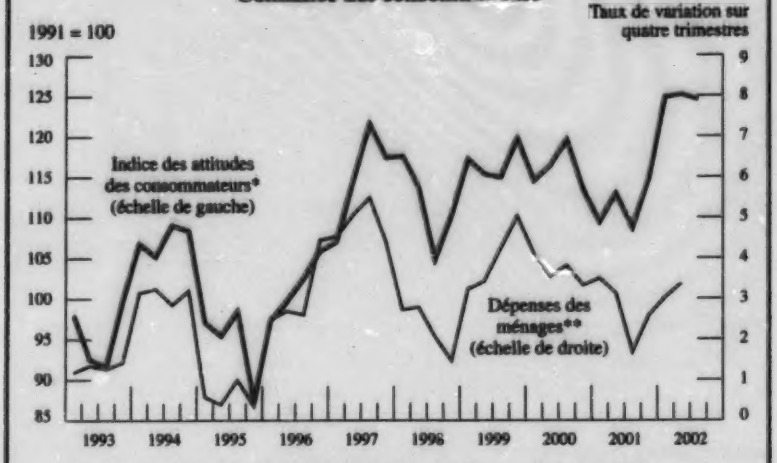
La dépense des ménages a vivement progressé au Canada...

... mais la croissance des exportations et la reconstitution des stocks qui s'est amorcée ont aussi contribué à l'expansion robuste de l'économie.

L'assouplissement marqué de la politique monétaire en 2001, tout comme les solides gains enregistrés au chapitre de l'emploi et des revenus réels, a grandement contribué au regain de confiance des consommateurs et à la forte croissance de la dépense des ménages observée depuis le début de 2002 (Graphique 5). Les exportations canadiennes se sont redressées, à la faveur de la relance qui s'opère aux États-Unis depuis le dernier trimestre de 2001. L'accumulation des stocks a repris au second trimestre de cette année, et les investissements en machines et matériel affichent une nette remontée. Par ailleurs, sous l'impulsion vigoureuse de la demande au pays, les importations en volume ont aussi augmenté de façon appréciable.

Graphique 5

Confiance des consommateurs

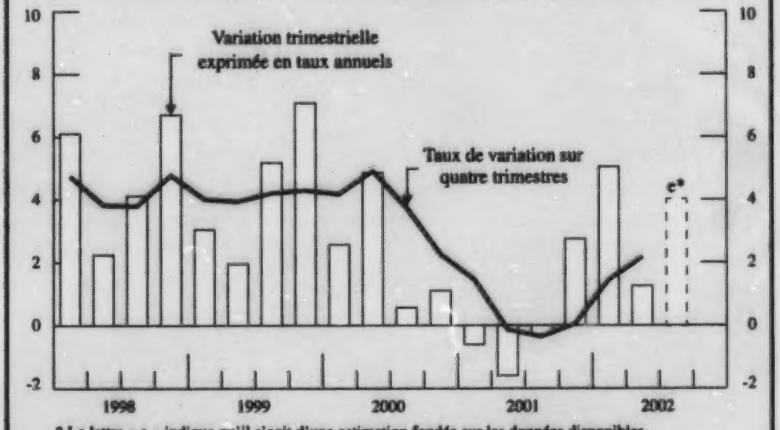


* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes = 3e trimestre 2002)
** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

Après avoir connu une expansion robuste au premier trimestre de 2002, l'activité économique aux États-Unis a considérablement ralenti le trimestre suivant, mais, d'après les indicateurs dont nous disposons, elle se serait ressaisie au troisième trimestre (Graphique 6). Elle aurait progressé d'environ 3 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année.

Graphique 6

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Les capacités excédentaires au sein de l'économie américaine sont plus importantes que prévu.

D'importantes modifications ont été apportées récemment aux séries chronologiques des comptes nationaux des États-Unis. Les chiffres concernant la croissance du PIB réel durant les deux dernières années ont été révisés à la baisse, ce qui s'est traduit dans les données par un allongement de la récession que ce pays a connue en 2001. En se fondant sur ces révisions, ainsi que sur la croissance plus faible que prévu de l'activité au second trimestre, la Banque estime que l'économie américaine dispose actuellement de plus de capacités excédentaires qu'on ne le croyait jusqu'ici.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Au Canada, la marge de capacités inutilisées a diminué sensiblement...

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, les capacités inutilisées au sein de l'économie étaient en grande partie disparues à la fin de l'été (Graphique 7).

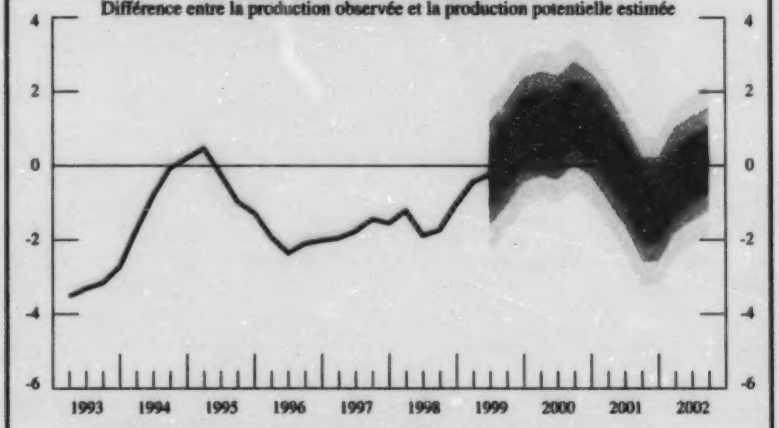
Plusieurs autres indicateurs font toutefois état de pressions moindres sur l'appareil de production que celles que laissent entrevoir les mesures habituelles (Encadré 2). Les gains importants que l'emploi connaît depuis le début de l'année se sont accompagnés d'une montée marquée du taux d'activité. La demande accrue de main-d'œuvre a donc été en partie satisfaite par une augmentation de l'offre. Il est en effet probable que l'accroissement du taux d'activité s'explique partiellement par un relèvement du taux d'activité tendanciel. À en juger par la dernière enquête que les bureaux

... mais n'est pas encore entièrement résorbée.

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2002 se fonde sur une croissance prévue de la production de 4,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Encadré 2

Différents indicateurs relatifs aux pressions sur la capacité de l'économie

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque emploie habituellement portent à croire que l'économie canadienne est passée d'une situation de demande excédentaire en 2000 à une situation d'offre excédentaire au second semestre de 2001[1]. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada fait état d'une évolution similaire. Au cours du second semestre de l'année dernière, ce taux est descendu au-dessous du niveau moyen enregistré sur la période 1987-2001. En outre, tant l'écart de production que le taux d'utilisation des capacités donnent à penser que l'offre excédentaire s'est considérablement amenuisée au premier semestre de 2002 et que l'économie a tourné presque à plein régime au deuxième trimestre.

Les pressions sur la capacité de production ont été particulièrement manifestes sur le marché du logement. Le taux d'inoccupation des unités d'habitation est très faible. Ce facteur, conjugué aux conditions monétaires expansionnistes, a insufflé un vif élan à la demande d'habitations, ce qui a fait diminuer le parc de logements neufs mais inoccupés et provoqué un nouveau renchérissement des maisons, tant nouvelles qu'anciennes. Néanmoins, l'essor vigoureux de la construction résidentielle a permis un bond remarquable de l'offre et ainsi empêché les prix de s'accroître encore plus rapidement.

Les autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes sur la capacité de l'économie. Entre les deuxièmes trimestres de 2001 et de 2002, la hausse du taux de chômage à l'échelle nationale a légèrement dépassé un demi-point de pourcentage. L'emploi a augmenté régulièrement depuis le début de 2002, mais la progression de l'offre de travail s'est aussi accélérée. De fait, une partie de la montée du taux d'activité global traduit probablement un relèvement tendanciel du taux d'activité, en raison principalement d'une participation accrue au marché du travail des femmes de 25 ans ou plus et des hommes de 55 ans ou plus[2]. D'après les enquêtes menées par les bureaux régionaux de la Banque et par Statistique Canada, les pénuries de main-d'œuvre seraient également inférieures à ce qu'elles étaient au premier semestre de 2001. Ces indicateurs montrent tous qu'il subsiste des ressources inutilisées sur le marché du travail. Le ralentissement récent des hausses de la rémunération, malgré la tenue relativement bonne de la productivité, conforte ce diagnostic.

Par ailleurs, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas. Le taux d'inoccupation des bureaux a fortement progressé depuis la fin de 2001, et les prix des propriétés non résidentielles sont à peine supérieurs aux niveaux d'il y a un an.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté davantage que nous ne l'avions prévu dans le *Rapport* d'avril dernier, c'est surtout à cause de facteurs indépendants des tensions sous-jacentes s'exerçant sur l'appareil de production — notamment les hausses inattendues des primes d'assurance automobile et des tarifs d'électricité.

À la lumière de ce large éventail d'indicateurs, la Banque estime que les pressions actuelles sur la capacité de l'économie sont un peu inférieures à celles qu'indique la mesure économétrique de l'écart de production.

---

1. La mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise repose sur une variante du filtre multivarié décrit par Butler (1996), qui établit le niveau de la production potentielle à partir de l'évolution de certaines variables observables, telles que la quantité de main-d'œuvre, la productivité du travail et l'inflation (cf. la Note technique 1 dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995).

2. La mesure économétrique de la production potentielle tient compte des données sur l'évolution du taux d'activité, mais elle a tendance à ne réagir que lentement aux modifications du taux d'activité tendanciel. Par conséquent, si ce dernier a augmenté, elle tend à sous-estimer la production potentielle tant que l'ampleur de la hausse n'est pas totalement prise en compte.

régionaux de la Banque ont menée auprès d'entreprises canadiennes, les pressions qui se font sentir sur la capacité ne sont pas généralisées. Tout bien considéré, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires qui subsiste actuellement au sein de l'économie est légèrement plus élevée que ne le donne à penser sa mesure habituelle de l'écart de production.

La maîtrise des coûts

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % en début d'année à un peu moins de 3,0 % au troisième trimestre de 2002 (Graphique 8).

En raison de la forte accélération de la croissance de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre sont inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant.

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans les entreprises s'est beaucoup ralentie depuis la fin de 2000. En revanche, le taux de croissance de la productivité du travail a grimpé à 3 % au premier semestre de 2002, à la faveur de la reprise naissante. En raison de cette accélération marquée des gains de productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises sont inférieurs à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9).

Graphique 8

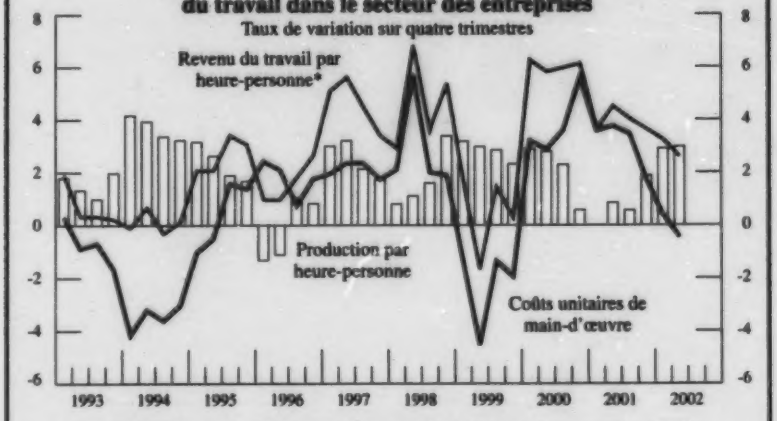
Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : *Information population active* (données les plus récentes = septembre 2002)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes = juillet 2002)

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

En raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'économie mondiale.

Au cours des derniers mois, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'activité économique internationale en raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers à l'échelle mondiale. Il existe plusieurs canaux par lesquels ces facteurs peuvent avoir une incidence sur l'économie réelle (Encadré 3). Une hausse des primes de risque fait monter le coût du capital, et l'accès des entreprises au financement externe peut se trouver entravé si les prêteurs sont moins disposés à fournir des fonds ou moins en mesure de le faire. Une baisse du prix des actifs peut se répercuter sur la dépense par suite de ses effets sur l'avoir net des entreprises et des ménages; ces derniers peuvent aussi reporter certains achats lorsque l'incertitude est généralisée.

Au moment d'arrêter la trajectoire qu'il convient d'imprimer au taux d'intérêt directeur, il est important d'évaluer l'incidence de ces « vents contraires » financiers sur l'activité économique. Dans un certain nombre de pays, la présence de ces vents contraires explique en partie pourquoi les taux d'intérêt directeurs restent bien en deçà des niveaux ordinairement considérés comme neutres. La trajectoire qui ramènera les taux directeurs vers ces niveaux neutres dépendra dans une large mesure de la rapidité avec laquelle les vents contraires se dissiperont.

La situation financière des entreprises et des ménages

Les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées ces six derniers mois.

Dans l'ensemble, les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées sur un grand nombre de marchés depuis la publication du *Rapport* d'avril. Les emprunteurs à haut risque sont confrontés à une hausse du coût du capital et à un accès réduit au financement externe en raison du creusement des écarts sur le marché obligataire, du recul des cours boursiers et de la diminution de l'offre de crédits bancaires. En revanche, le coût du financement demeure bas pour les emprunteurs à faible risque.

Les écarts de taux de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont accrus sur presque toute la gamme des cotations (Graphique 10). Malgré l'élargissement des écarts, les taux d'intérêt dont sont assortis les titres de dette des sociétés bien cotées ont fléchi par suite de la baisse des taux des obligations d'État.

Au cours des six derniers mois, les rendements des obligations d'État à moyen et à long terme ont fortement chuté au Canada et aux États-Unis (Graphique 11). La réduction de la tolérance des

Encadré 3

Les conditions de financement des entreprises et la demande globale

L'évolution financière influe sur la demande globale notamment par son incidence sur les conditions de financement des entreprises. Les événements qui ont des retombées négatives sur la situation financière des emprunteurs ou qui réduisent la volonté ou la capacité des prêteurs de fournir des fonds entraînent une majoration des primes de risque sur les marchés obligataires, un recul du cours des actions et un durcissement des modalités de prêt. Si le financement devient moins disponible ou que son coût augmente, cela a pour conséquence de restreindre les investissements des entreprises et d'affaiblir la demande globale.

Les crédits aux entreprises peuvent être limités à la suite d'une détérioration de la situation financière des emprunteurs. Par exemple, une diminution perçue de la capacité de ces derniers à générer des revenus en vue de rembourser leurs emprunts peut causer une contraction des prêts. De même, une baisse de la valeur des actifs peut amoindrir la valeur des garanties et, partant, réduire le montant des crédits accordés. L'incertitude concernant l'évolution future des bénéfices ou la valeur des garanties d'un emprunteur, liée peut-être à une perte de confiance dans les pratiques comptables des sociétés, aura un effet similaire.

Un changement de la situation financière des prêteurs ou de l'attitude de ceux-ci à l'égard du risque peut également donner lieu à un resserrement des conditions de financement. Ainsi, une détérioration du bilan des banques peut amener celles-ci à durcir leurs exigences et les modalités de leurs prêts afin d'atténuer les risques ou à appliquer des taux d'intérêt plus élevés en contrepartie des risques encourus. Les banques peuvent aussi diminuer les prêts qu'elles consentent à certains secteurs ou à certains types d'emprunteurs dans le but de diversifier davantage leurs portefeuilles ou de limiter leur exposition au risque. Au début des années 1990, par exemple, les banques américaines ont subi des pertes dans leurs portefeuilles immobiliers, ce qui a eu une incidence sur leur santé financière. Il en est résulté un resserrement des conditions du crédit et une réduction de l'accès au financement pour un large éventail d'emprunteurs durant un certain temps.

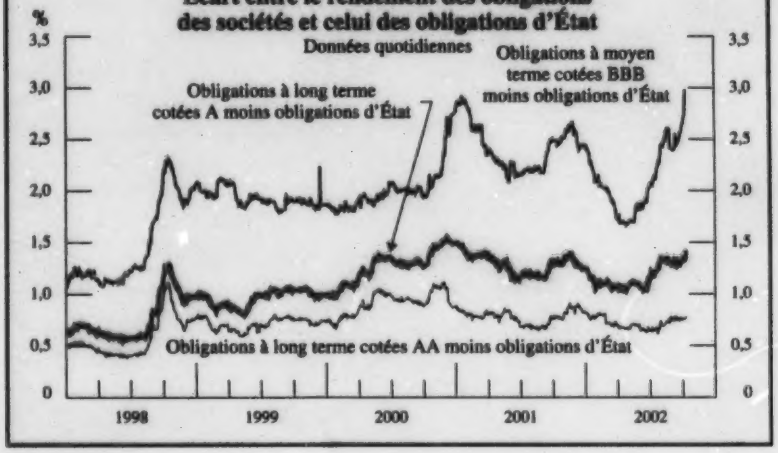
Sur les marchés obligataires, les changements de la perception que les prêteurs ont du risque ou de leur propension à prendre des risques se traduiront par un élargissement des écarts de taux d'intérêt entre les obligations de sociétés et les obligations d'État — particulièrement dans le cas des entreprises moins bien cotées — et par un accès restreint aux marchés du papier commercial. Au moment de la cessation de paiement de la Russie et du quasi-effondrement de Long-Term Capital Management en 1998, les primes de risque sur les investissements à haut risque ont augmenté considérablement. Les écarts relatifs aux obligations de bonne qualité se sont également creusés, les investisseurs recherchant la liquidité des obligations du Trésor américain.

L'évolution des marchés boursiers se répercute bien évidemment sur le coût du financement par émission d'actions. Le repli du cours des actions et l'accroissement de la volatilité rendent la levée de fonds plus difficile et plus coûteuse.

Enfin, le tarissement d'une source de financement peut réduire la capacité d'obtenir des fonds d'une autre source. Par exemple, si les banques suppriment l'accès aux lignes de crédit de substitution, les investisseurs sur le marché du papier des sociétés ne seront pas disposés à acheter ce type de papier. Les changements apportés à la cotation des titres d'une entreprise peuvent déroger aux conditions d'un prêt bancaire et entraîner la renégociation ou l'annulation de ce dernier. De tels événements provoquent une hausse du coût du financement externe, ce qui rend les investissements plus onéreux.

Graphique 10

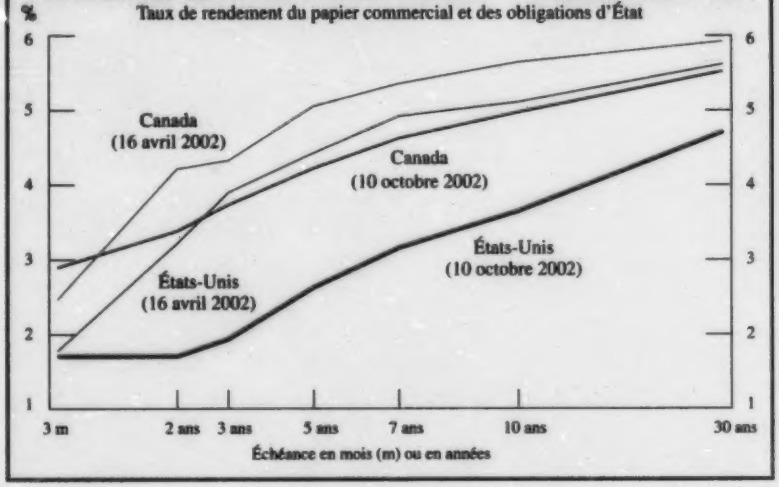
Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État



Graphique 11

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement du papier commercial et des obligations d'État



investisseurs envers le risque, qui a amené ces derniers à délaisser les actions pour les obligations émises par des emprunteurs bien cotés, a grandement contribué à ce repli, qui tient probablement aussi, en partie, à l'ajustement des attentes des marchés concernant l'évolution des taux directeurs.

Les marchés boursiers internationaux ont affiché une faiblesse considérable, subissant des pertes importantes et traversant des périodes de grande volatilité. Du début de l'année aux premiers

jours d'octobre, l'indice S&P 500 a perdu près de 25 % de sa valeur et, au Canada, l'indice TSX a reculé d'environ 20 %.

Au Canada, les banques demeurent prudentes dans l'octroi de crédits, alors qu'aux États-Unis, elles continuent de resserrer leurs modalités de financement.

Les banques canadiennes demeurent prudentes dans leurs opérations de crédit, les provisions pour pertes sur prêts se maintenant à des niveaux élevés et les revenus des marchés de capitaux restant anémiques. Aux États-Unis, les institutions bancaires continuent de resserrer leurs modalités de financement en raison de l'assombrissement des perspectives économiques, des inquiétudes entourant certains secteurs et de la diminution de leur tolérance à l'égard du risque.

Avec l'aggravation de l'incertitude, les entreprises remettent à plus tard leurs projets d'investissement, et la demande de financement externe par les sociétés américaines et canadiennes est aussi en baisse. De plus, les entreprises canadiennes, dont les profits dépassent généralement ceux de leurs homologues américaines, pourraient avoir puisé dans leur trésorerie pour régler leurs dépenses.

La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises a fortement ralenti depuis avril...

Sous l'effet de ces facteurs d'offre et de demande, les opérations de financement ont diminué, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les émissions obligataires ont sensiblement ralenti depuis avril dernier, et le crédit bancaire a fléchi, tout comme l'encours du papier commercial. Au Canada, on observe un tassement considérable de l'expansion de l'ensemble des crédits aux entreprises depuis la publication du *Rapport* d'avril (Graphique 12).

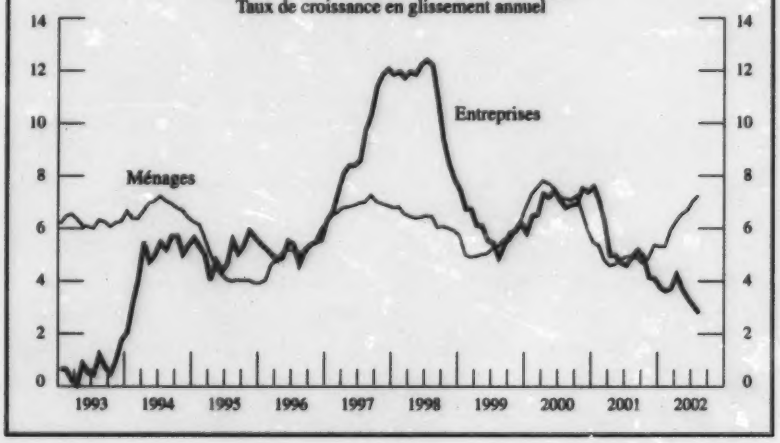
... tandis que celle des concours aux ménages est demeurée vigoureuse.

En revanche, les crédits aux ménages ont continué d'afficher une progression vigoureuse, à la faveur de l'essor de la dépense de ces derniers (particulièrement dans le secteur du logement) ainsi que des modalités de crédit favorables, notamment les bas taux hypothécaires et l'accès facile aux concours bancaires.

Graphique 12

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



L'endettement continu des ménages a été largement compensé par un accroissement des avoirs. En outre, les ménages semblent en bonne posture pour financer la dette accumulée, la part du revenu personnel consacrée au service de cette dette s'établissant bien en deçà des moyennes historiques.

La richesse des ménages s'est ressentie du repli des cours boursiers, mais cet effet a été en partie contrebalancé par le renchérissement des biens immobiliers. Selon certaines études, les dépenses de consommation seraient moins sensibles aux fluctuations du cours des actions qu'aux variations du prix des maisons.

Les mesures de politique monétaire

À la lumière de renseignements indiquant qu'une vigoureuse reprise était en cours au pays, la Banque du Canada a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 4 juin 2002, pour l'établir à 2,50 %, et à nouveau le 16 juillet, pour le porter à 2,75 % (Graphique 13).

Devant la détérioration des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, la volatilité des marchés financiers mondiaux et la situation géopolitique instable, la Banque a maintenu son taux cible à 2,75 % le 4 septembre et le 16 octobre.

Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux, auquel la Réserve fédérale avait retranché au total 475 points de base en 2001, est resté à 1,75 % depuis le début de l'année. À l'issue de sa réunion de mars, et dans les mois qui ont suivi, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) était d'avis que les risques de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'avril :

4 juin — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,50 %

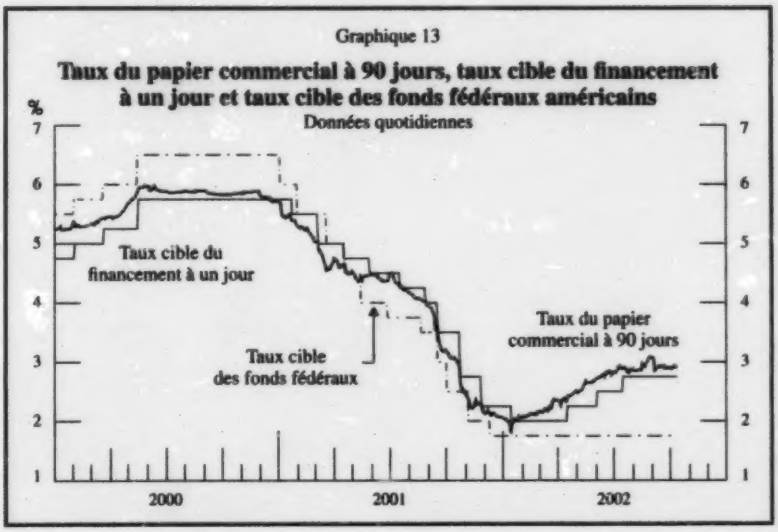
16 juillet — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,75 %

4 septembre — aucune modification

16 octobre — aucune modification

Graphique 13

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



économique se contrebalançaient. Toutefois, les inquiétudes entourant les répercussions possibles de l'évolution des marchés financiers sur la croissance économique s'étant accrues au cours de l'été, le FOMC a conclu, à sa réunion d'août, que la résultante des risques penchait dorénavant vers un affaiblissement de l'activité économique.

Ces derniers mois, les attentes en matière de taux d'intérêt incorporées aux contrats à terme se sont ajustées à la baisse aux États-Unis. Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux (qui constituent une indication du taux cible attendu) donnaient à penser que les marchés prévoyaient une hausse des taux directeurs en 2002. Toutefois, leurs niveaux récents incitent à croire que les marchés s'attendent maintenant à ce que les taux restent stables, ou peut-être même diminuent, d'ici la fin de l'année. Les prix des contrats à terme ont également reculé au Canada, mais laissent encore entrevoir une montée possible des taux d'intérêt à court terme avant la fin de l'année.

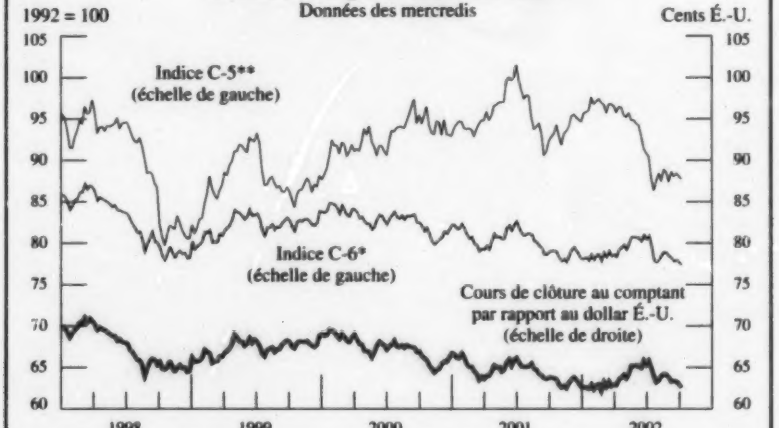
Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien s'est légèrement replié depuis avril dernier (Graphique 14). Tout au long du printemps, le dollar s'était raffermi à la suite de la publication de statistiques

Graphique 14

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

favorables sur l'économie canadienne, mais la plupart des gains ont été effacés au début de l'été en raison de la volatilité accrue des marchés financiers internationaux et de la force incertaine de la croissance mondiale.

L'indice des conditions monétaires de la Banque se situe à peu près à son niveau d'avril dernier (Graphique 15).

4. Les perspectives en matière d'inflation

La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme moins rapide.

L'expansion de l'activité économique à l'échelle internationale se poursuit, mais à un rythme un peu inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. Les inquiétudes qu'ont soulevées les récentes tensions géopolitiques ont ajouté à l'incertitude planant sur l'économie mondiale. Les perspectives économiques dont fait état la présente livraison du *Rapport* présupposent que ces tensions n'augmenteront pas sensiblement.

Les événements survenus sur la scène financière pèsent sur le rythme de l'expansion aux États-Unis.

Aux États-Unis, les événements survenus dernièrement du côté des marchés financiers ont ébranlé la confiance des entreprises et des consommateurs, et ils pèsent maintenant sur le rythme de croissance de l'activité économique. Pour contrer cette influence négative, les autorités américaines ont continué d'appliquer une politique monétaire très expansionniste, laissant leurs taux inchangés. Compte tenu de l'orientation des politiques monétaire et budgétaire, on estime qu'au cours du dernier trimestre de 2002 et du premier semestre de 2003, l'avance du PIB réel des États-Unis avoisinera 3 % en moyenne, soit un taux d'accroissement légèrement inférieur à celui de la production potentielle. En supposant que les vents contraires provoqués par l'évolution financière récente se calment au deuxième semestre de 2003, on prévoit que la croissance du PIB réel s'accélérera pour dépasser celle de la production potentielle. Ainsi, en moyenne annuelle, le taux d'expansion de l'économie américaine devrait s'établir à environ 2 1/2 % en 2002, chiffre conforme aux prévisions du *Rapport* d'avril, mais légèrement plus faible que celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet dernier. On pense que l'activité économique aux États-Unis progressera en 2003 à un rythme de près de 3 1/4 %, soit un peu moins que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet.

On s'attend à une reprise graduelle de l'activité dans les autres pays.

La reprise graduelle amorcée dans les autres pays industrialisés devrait également se poursuivre. On s'attend à ce que la croissance des principales économies européennes avoisine 1 % en moyenne annuelle pour 2002, et à ce qu'elle s'accélère pour se situer aux alentours de 2 1/2 % en 2003, ce qui est inférieur à nos prévisions du mois d'avril. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles continuera de peser sur l'expansion économique pendant un certain temps, et l'on prévoit une contraction de quelque 1 % pour 2002 et une progression d'à peine 1/2 % environ pour 2003.

Les perspectives de croissance d'un certain nombre de pays à marché émergent se sont améliorées, en particulier dans le Sud-Est asiatique. En Amérique latine, toutefois, l'activité demeure anémique.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter d'ici la fin de 2003, à la faveur de la poursuite de la reprise économique à l'échelle mondiale. Bien que l'on ne s'attende qu'à peu de changement dans les prix des produits énergétiques au cours des prochains mois, la possibilité d'une escalade des tensions au Proche-Orient rend ces prévisions, et particulièrement celles concernant le pétrole brut, exceptionnellement incertaines.

La demande et l'offre globales au Canada

Au cours des trois prochains trimestres, le taux de croissance de l'activité au Canada sera un peu moindre que celui de la production potentielle, évalué à 3 %.

On s'attend à ce que l'expansion de l'activité économique au Canada ralentisse quelque peu au dernier trimestre de cette année et au premier semestre de 2003. Son rythme au cours de cette période de trois trimestres devrait être légèrement inférieur, en moyenne, à celui de la production potentielle, évalué à 3 %, et donc un peu moins élevé que le taux projeté dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. Plusieurs facteurs expliquent cette modification des perspectives.

L'économie mondiale se relève, certes, mais pas aussi rapidement qu'on l'avait d'abord cru. Fait plus important encore pour le Canada, l'activité aux États-Unis est un peu plus faible qu'on ne le prévoyait il y a six mois, et les perspectives de croissance de l'économie de ce pays ont été revues légèrement à la baisse. La progression projetée du volume des exportations canadiennes vers les États-Unis devrait donc être plus modérée.

La relance des investissements en capital fixe devrait également être un peu plus faible qu'on ne l'avait d'abord prévu. L'aggravation de l'incertitude liée aux tensions géopolitiques sur la scène mondiale et la résolution des problèmes en matière de divulgation de l'information financière et de gouvernance qu'éprouvent les entreprises obligeront probablement certaines d'entre elles à retarder des projets d'investissement de grande ampleur. On s'attend également à ce que les hausses du coût du capital entraînées par le recul et la volatilité des marchés boursiers et par l'augmentation des primes de risque dont sont assortis les prêts aux entreprises freinent les investissements de ces dernières, qui seraient ainsi inférieurs aux projections antérieures. Néanmoins, l'économie canadienne tournant presque aux limites de sa capacité, on estime que les investissements en machines et matériel seront substantiels. En outre, les dépenses en capital dans les secteurs pétrolier et gazier devraient se raffermir si les prix du

pétrole brut et du gaz naturel demeurent aux niveaux élevés observés dernièrement, ou les dépassent.

On croit toujours que les dépenses des ménages continueront de croître à un bon rythme jusqu'à la fin de 2003, malgré un ralentissement probable des achats de logements et d'articles connexes par rapport aux hauts niveaux atteints récemment. Étant donné que l'économie américaine devrait reprendre de la vigueur en 2003, et la conjoncture financière mondiale, s'améliorer, on prévoit que le volume des exportations et les investissements s'inscriront en hausse dans la deuxième moitié de l'an prochain, ce qui devrait faire passer le rythme d'expansion du PIB au-dessus de celui de la production potentielle au deuxième semestre de la même année.

Puis, au second semestre de 2003, l'expansion de l'économie canadienne devrait dépasser celle de son potentiel.

Selon ce scénario, la croissance du PIB réel en moyenne annuelle avoisinerait 3 1/2 % en 2002 et s'établirait entre 2 3/4 et 3 3/4 % en 2003. Le point médian de cette plage est légèrement inférieur à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

La faible marge de capacités excédentaires observée actuellement devrait être absorbée, au second semestre de 2003, lorsque la production croîtra plus rapidement que la capacité.

On peut déduire du profil d'évolution projeté, qui tient compte d'une réduction de la détente monétaire opérée en temps opportun et avec mesure, que l'économie canadienne continuera de fonctionner près des limites de sa capacité. En raison de la modeste révision à la baisse des perspectives de croissance d'ici au milieu de 2003, la Banque est d'avis qu'il subsistera à court terme une légère offre excédentaire, qui sera résorbée lorsque la croissance de la production dépassera celle de la capacité de l'économie au second semestre de 2003. Mais comme l'on estime que l'écart de production demeurera faible, les estimations sur la marge de capacités inutilisées devront être soigneusement réévaluées selon la tournure des événements.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

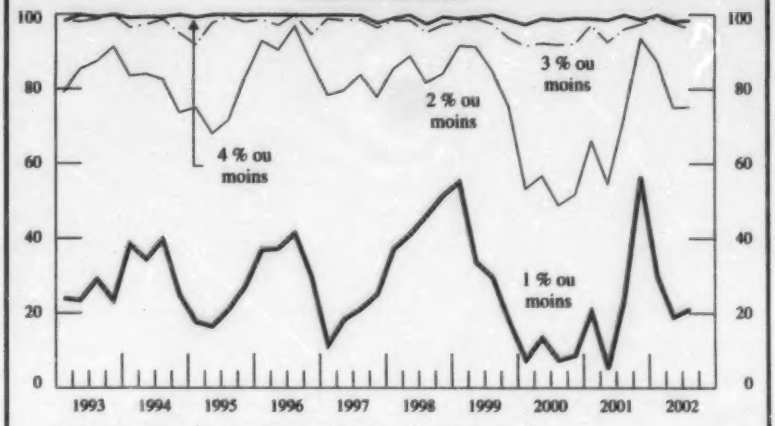
Les attentes relatives au taux d'inflation à long terme sont bien ancrées autour de 2 %.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés cet automne révèlent que 21 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 1 % ou moins, et 75 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). Bien que les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que les prévisions du secteur privé concernant le taux d'augmentation de l'IPC global indiquent que le taux d'inflation attendu à court terme se situe dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque, les taux prévus pour 2004 et les années suivantes restent généralement très voisins de 2 % (Graphique 17).

Graphique 16

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

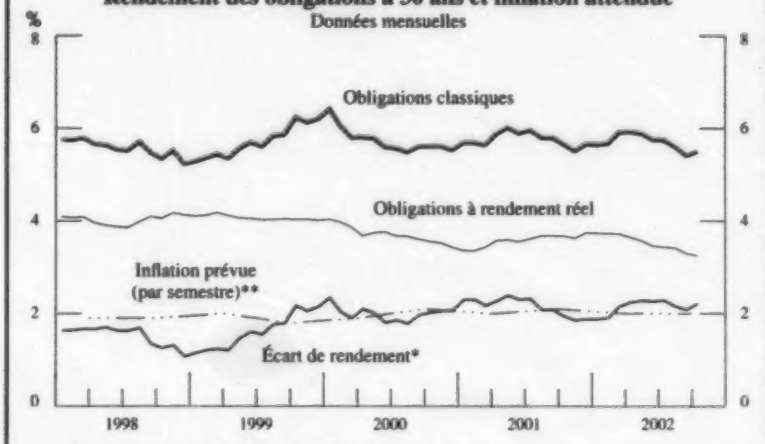


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 17

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

**Taux d'augmentation de l'IPC prévu de 6 à 10 ans à l'avance. Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence continuera de subir l'influence de certains facteurs ponctuels jusqu'au second semestre de 2003.

Un certain nombre de facteurs spéciaux, de nature ponctuelle, continueront d'influer sur les prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'au deuxième semestre de 2003. Les répercussions des fortes hausses récentes des primes d'assurance devraient se faire sentir encore quelque temps, et ne s'atténuer que progressivement au cours de 2003. Les pressions exercées par la dépréciation passée du dollar canadien devraient également s'estomper l'an prochain compte tenu de la stabilisation récente des prix des biens de consommation importés.

Les variations à court terme du taux d'accroissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence seront aussi grandement influencées par les retombées des événements extraordinaires de septembre 2001. Au lendemain des attentats terroristes aux États-Unis, la perspective d'un ralentissement marqué de l'activité économique a incité les commerçants à offrir des rabais exceptionnels au quatrième trimestre de 2001. Étant donné la vigueur de la reprise au premier trimestre de 2002, l'ampleur de ces rabais s'est nettement amoindrie. Les rabais accordés l'an dernier se traduiront par une montée provisoire, au quatrième trimestre de 2002, du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence. La Banque prévoit qu'ils feront grimper d'environ 0,4 point de pourcentage l'inflation mesurée par cet indice. Cependant, cet effet d'écho devrait avoir disparu à la fin du premier trimestre de 2003.

Les augmentations salariales devraient s'accentuer.

Comme les conditions du marché du travail continueront vraisemblablement de s'améliorer, on s'attend à ce que les augmentations salariales gagnent en importance vers la fin de 2003. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent qu'une majorité d'entre elles estiment que les hausses salariales s'accentueront au cours des douze prochains mois. Nous nous attendons à ce que la croissance de la productivité se stabilise autour de 2 %, de sorte que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait remonter vers les 2 % durant l'année 2003.

L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

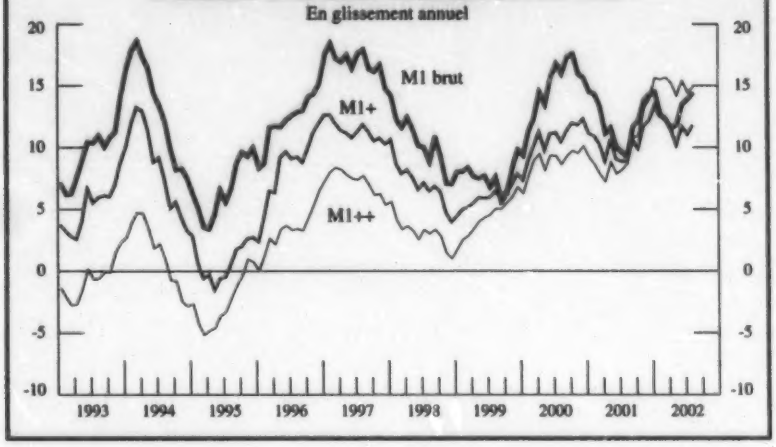
La forte croissance de M1 reflète une accumulation d'encaisses de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers.

Durant la majeure partie du premier semestre de 2002, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a été inférieur aux sommets atteints à la fin de 2001 (Graphique 18). Cependant, depuis mai, les taux de progression de M1+ et M1++ se sont stabilisés à des niveaux qui sont encore très élevés, alors que celui de M1 s'est réinscrit en hausse. Cette accélé-

Graphique 18

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

En glissement annuel



ration de l'expansion de M1 a été assez généralisée parmi les ménages et les entreprises et reflète leur désir de détenir davantage de liquidités ou d'encaisses de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers. En outre, elle s'est produite en dépit des hausses qu'ont connues les taux d'intérêt à court terme depuis le début de l'année.

Les retraits nets effectués dans les fonds d'actions en juin, juillet et août, ainsi que le rythme de croissance plus rapide qu'affichent depuis juillet les dépôts à terme fixe (certificats de placement garantis), témoignent de l'intensification de l'incertitude. Dans l'ensemble, la progression de M2++, qui avait décéléré au cours de la première partie de l'année, a été relativement stable ces derniers mois (Graphique 19).

Une croissance soutenue de la masse monétaire au sens étroit laisse habituellement présager une montée de l'inflation. Toutefois, dans la mesure où l'expansion récente tient à l'accumulation d'encaisses de précaution en réaction à l'incertitude ambiante, le rythme rapide qu'elle affiche n'est pas incompatible avec un taux d'inflation futur d'environ 2 %. Au cours des prochains mois, il est probable que les ménages et les entreprises rééquilibreront leurs portefeuilles, ce qui aura pour effet de ramener la progression de la monnaie au sens étroit à des niveaux plus modérés. Cependant, il subsiste un risque que les pressions inflationnistes s'accentuent si les encaisses liquides devaient être consacrées à l'achat de biens et de services plutôt qu'à l'acquisition d'autres actifs financiers.

Graphique 19

Taux d'inflation mesuré par l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

Les prévisions relatives à l'inflation

Bien que l'on prévoie, à court terme, une hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence due à plusieurs facteurs ponctuels...

Étant donné que l'économie canadienne fonctionne actuellement près des limites de sa capacité et que la Banque s'attend à ce que la croissance de la production effective avoisine celle de la production potentielle, les pressions exercées sur les capacités ne devraient pas se répercuter de façon sensible, à la hausse ou à la baisse, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Celle-ci pourrait néanmoins augmenter à court terme en raison d'une combinaison de facteurs ponctuels.

L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au quatrième trimestre de 2001 devrait pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Nous prévoyons que la vive montée des primes d'assurance maintiendra le taux de variation sur douze mois de l'indice de référence à un niveau élevé jusqu'au deuxième semestre de 2003. De plus, durant les prochains trimestres, les effets de la sécheresse dans l'Ouest canadien et ailleurs pourraient se traduire par des majorations de prix dans certaines composantes « alimentation » de cet indice.

... celle-ci devrait redescendre pour s'établir aux environs de 2 % au deuxième semestre de 2003.

La Banque s'attend à ce que l'incidence globale de ces facteurs ponctuels culmine au quatrième trimestre de 2002, faisant grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence à 3 % environ d'ici la fin de l'année. Cette incidence devrait s'atténuer tout au long de l'an prochain, de sorte que le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait redescendre autour de la cible de 2 % au second semestre de 2003. Si, comme nous le prévoyons, la demande au sein de l'économie correspond en gros à l'offre, l'inflation mesurée

par l'indice de référence se maintiendra probablement aux alentours de 2 %.

L'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global dépendra dans une large mesure du comportement des cours du pétrole.

L'évolution sur douze mois de l'IPC global dépendra dans une large mesure du comportement des cours du pétrole, lesquels sont particulièrement difficiles à prévoir en raison des tensions géopolitiques actuelles. Si la prime de risque comprise dans les prix actuels s'amenuise et que les cours du pétrole se situent en moyenne à 25 $ É.-U. le baril durant les prochains mois, le taux d'accroissement de l'IPC global pourrait grimper pour plafonner à près de 3,5 % à la fin de 2002. Mais si les prix moyens se maintiennent autour des niveaux élevés enregistrés récemment, soit quelque 30 $ É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait avoisiner 4 % d'ici la fin de l'année.

En 2003, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait fléchir pour se rapprocher de celui de l'indice de référence. Le rythme de ce repli sera fonction de l'évolution des cours du pétrole.

Comme l'a montré l'expérience récente, les variations temporaires des cours du pétrole ont des retombées relativement faibles sur les prix des autres biens et des services. Ainsi, bien que le comportement à court terme des cours du pétrole puisse avoir une influence marquée sur l'évolution de l'IPC global, leurs fluctuations devraient avoir peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

5. Conclusions

L'économie canadienne a connu une croissance robuste en 2002 et fonctionne maintenant près des limites de sa capacité. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global ont dépassé la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % que vise la Banque. Comme on l'explique dans la présente livraison du *Rapport*, la hausse récente de l'inflation et celle qui est prévue à court terme tiennent dans une large mesure à l'évolution de prix relatifs, en l'occurrence les primes d'assurance, les prix de l'énergie et les taxes sur le tabac. Du point de vue de la politique monétaire, il importe que ces effets n'alimentent pas une montée généralisée des prix et des salaires, et qu'ils demeurent ponctuels et limités à certains prix.

Dans ce contexte de raffermissement de l'activité économique, la Banque a commencé, le printemps dernier, à atténuer la forte détente monétaire mise en place en 2001.

Cette détente nourrit l'expansion vigoureuse de la demande intérieure. En même temps, la conjoncture économique mondiale est empreinte d'incertitude et les marchés financiers internationaux sont moins tolérants à l'égard du risque. Cette incertitude et la détérioration des perspectives à l'échelle mondiale sont de nature à limiter à court terme la croissance de la demande globale de produits canadiens. La Banque a donc décidé, le 4 septembre et le 16 octobre, de laisser le taux cible du financement à un jour inchangé.

Pour l'avenir, la Banque demeure d'avis que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires à l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution économique, financière et géopolitique et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au pays.

Deux risques devront être surveillés de près au cours des mois à venir. D'une part, ce qui se passera à l'étranger sur les scènes économique, financière et géopolitique pourrait avoir sur l'activité au Canada un effet modérateur plus persistant qu'on ne le suppose dans ces pages. D'autre part, comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité et que l'on prévoit que le rythme d'accroissement des prix continuera d'augmenter pendant quelques mois, les tendances de l'inflation et les attentes relatives à cette dernière devront être suivies de près et comparées attentivement à la projection selon laquelle l'inflation mesurée par l'indice de référence reviendra à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Butler, L. (1996). *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM), Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*, Rapport technique n° 77, Ottawa, Banque du Canada.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (automne).

_____ (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).

Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca